

直播电商底层逻辑和趋势思考 ——电商研究系列之一

直播电商是当前电商行业中红利确定性最强赛道——平台资源倾斜、品牌方高举投入、用户心智建立，各方贡献均推动着赛道高速增长。2017-2019 年我国直播电商市场规模从 190 亿快速提升 20 余倍至 4338 亿，预计 2020 年直播电商规模有望接近万亿。

三维透视直播电商崛起的原因：①消费者-直播电商带来新购物体验；②品牌商-直播成为商家运营私域流量新渠道；③平台-直播是电商平台内容营销新场景。直播电商本质是以电商为基础，直播为工具，链接社交流量平台和电商平台的桥梁，为电商平台带来新流量促进销售，也实现平台流量变现，同时变成品牌商标配的基础能力和电商的基础设施。

目前直播电商平台形成淘宝直播、抖音、快手三足鼎立局面，同时产业链中囊括品牌方、MCN 机构、淘宝联盟（阿里妈妈）、主播等。我们认为，直播在不同发展阶段，产业链不同环节受益程度不同：直播发展前期，网红 KOL 稀缺性使得 MCN 更为收益，其中在流量和供应链两端具有优势的服务商将会受益于赛道红利。但在直播下半场，未来进入全民直播时代，核心是商品供应链而非主播，商品选品和性价比是核心竞争力。利益分配关系有望从平台方向品牌方倾斜。

如何看待直播电商对于零售产业链的重塑：

①**从零售商角度看**，直播带来传统电商的流量重构。直播电商重塑了传统电商下的人货场，促销商业效率提高。直播电商是更为有效等方式，提高了流量、粘性、转化率、渗透率等指标。同时，直播为微信、头条等内容流量平台进入电商带来了机会，使得流量价值转化进一步提升。②**从品牌商角度看**，直播驱动营销变革+渠道变迁+模式再造。未来直播电商有望成为品牌商家标配，助力品牌商加速变革、提高与供应商/消费者连接效率，进一步提升品牌商线上渗透率的天花板，同时直播有望成为品牌方私域流量运营的重要抓手。此外直播有望改变品牌塑造方式，加速 C2M 品牌、个性化品牌、新兴品牌崛起。③**从服务商角度看**，随着直播带货将成为新经济业态，产业链相关的 MCN、电商代运营行业将充分受益。电商代运营-精细化运营、品牌方加速触网运营需求强烈、社交电商兴起要求更高消费者洞察力、大数据驱动终端数字化水平提升等多因素驱动下迅速发展；MCN：核心竞争力是优质内容生产和运营能力，通过整合上下游形成商业变现闭环，带动产业链发展。

投资建议：建议把握行业高景气下电商代运营、MCN 的快速成长与崛起机会，同时建议关注积极拥抱新经济、掌握核心供应链能力的优质品牌商龙头。

商业贸易

维持

强于大市

史琨

shikun@csc.com.cn

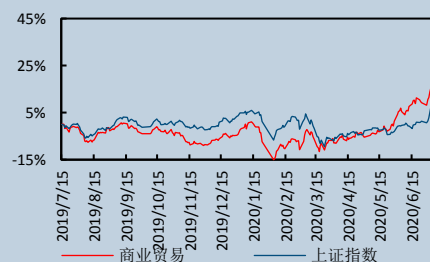
010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

香港证监会牌照中央编号：BPD410

发布日期：2020 年 07 月 13 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、如何看直播电商？	1
（一）直播电商全面爆发	1
（二）三维透视缘何爆发？	2
（三）直播电商的本质思考	5
二、直播电商格局和利益分配	9
（一）直播电商呈现三足鼎立	9
（二）直播电商产业链的利益分配	12
三、直播电商重塑零售产业链	16
（一）零售商：传统电商的流量重构	16
（二）品牌商：营销变革+渠道变迁+模式再造	20
（三）服务商：分享直播电商的行业红利	24
四、投资建议	29
五、风险提示	31

图表目录

图 1：直播电商行业发展历程示意图	1
图 2：中国直播电商市场规模	1
图 3：直播电商渗透率仍低，提升空间大	1
图 4：视频直播发展阶段	2
图 5：低线城市用户购物决策更容易被社交互动影响	3
图 6：短视频带货和直播对于用户购物决策的影响	3
图 7：消费者非计划性购物频次与收入成正比	3
图 8：非计划性购物场景以周围好友推荐为主	3
图 9：快手/抖音 APP 主要占用时间段	3
图 10：2015 移动购物应用使用情景分布	4
图 11：用户浏览移动购物应用的原因	4
图 12：社交用户表达意愿	4
图 13：社交用户交流习惯	4
图 14：2019Q1 在线直播用户仍使用同一平台的原因	5
图 15：用户在短视频平台上关注的用户类型	5
表 16：直播短视频 APP 对比	6
图 17：直播短视频行业竞争格局稳定	6
图 18：短视频用户月总使用时长同比增量居首（2019 年 9 月）	6
图 19：2019 年 9 月中国移动互联网典型行业月总使用时长占比	6
图 20：短视频的月活跃用户数持续增长	7
图 21：短视频行业用户和新增用户的城市分布	7
图 22：2015-2020 年我国在线直播用户规模及增速	7
图 23：2016-2019 年中国网购用户规模及增速	7

图 24: FY2016-FY2020 主要电商平台年活用户增速.....	8
图 25: 阿里巴巴获客成本分析	8
图 26: 京东获客成本分析	8
图 27: 拼多多获客成本分析	8
图 28: 在线直播平台商业化方式	9
图 29: 2018 年网红各领域收入占比	9
图 30: MCN 公司变现方式占比	9
图 31: 2018 年 MCN 变现模式中头部和整体变现分布情况	9
图 32: 直播电商产业链	10
图 33: 2019 年淘宝、抖音、快手直播电商市场份额	10
图 34: 淘宝直播发展历程	11
表 35: 抖音与快手短视频平台对比	12
图 36: 抖音与快手在各大电商平台的分成模式	13
图 37: 在淘宝平台交易的分成情况	14
图 37: 品宣路径不断扩展	14
图 38: 六平台前一万名主播数量占比	15
图 39: 六平台前一万名主播收入占比	15
图 40: 2020 年 618 商家直播 GMV 占淘宝直播 7 成	15
图 41: 2018 年头部短视频平台已有超 20 万 KOL	16
表 42: 部分 MCN 公司及旗下 IP	16
图 43: 以消费者为价值的模式转型	17
图 44: 消费者、零售商、品牌商三方的需求演变	17
图 45: BJ Fogg 行为模型	17
表 46: 直播对于不同特征消费者的引导作用	18
图 47: 淘宝直播 GMV	18
图 48: 淘宝直播电商在各级市场渗透率	18
图 49: 2019 上半年直播电商用户观看直播带货频次	19
图 50: 2019 上半年用户观看直播引起的消费欲望	19
图 51: 2020 年 618 期间淘宝直播各品类增速与渗透率排名	19
图 52: 广告主分平台营销投入趋势	20
图 53: 数字营销从业者/社会化营销重点	20
图 54: 不同行业 KOL 投放使用同比增长情况	20
图 55: 电视媒体崛起的各利益方关系	21
表 56: 电视营销与直播营销对比	21
图 57: 因观看短视频内容而购买的产品类别占比	22
图 58: 直播带货品类占比	22
图 59: 抖音 KOL 投放行业 TOP10	23
图 60: 快手 KOL 投放行业 TOP10	23
图 61: 直播电商多元化带货模式	23
图 62: C2M 模式下供应链效率大为提升	24
表 63: 电商代运营服务模式对比	25

图 64: 电商代运营行业交易规模与增速	25
图 65: 2018 年天猫服务商贡献 GMV1500 亿	25
图 66: 2018 年各品类代运营规模占比 (%)	26
图 67: 美妆/服饰/3C 家电品类对比	26
图 68: 天猫服务商各品类服务能力与服务商数量	26
图 69: MCN 机构的发展路径	27
图 70: MCN 机构的四大类型与特点	27
图 71: 2015-2020 年 MCN 市场规模及预测	27
图 72: 2015-2020 年 MCN 机构数量爆发式增长	27
图 73: 2018 年 MCN 机构营收规模	27
图 74: 2016-2018 年 MCN 机构签约账号规模分布情况	27
图 75: 2017-2018 年网红签约 MCN 机构的占比	28
图 76: 2018 年网红关注 MCN 机构的能力分布	28
表 77: 部分头部电商 MCN 机构	28
图 78: 2018 年中国网红经济商业图谱分析	29
表 79: 直播电商相关公司列表	30

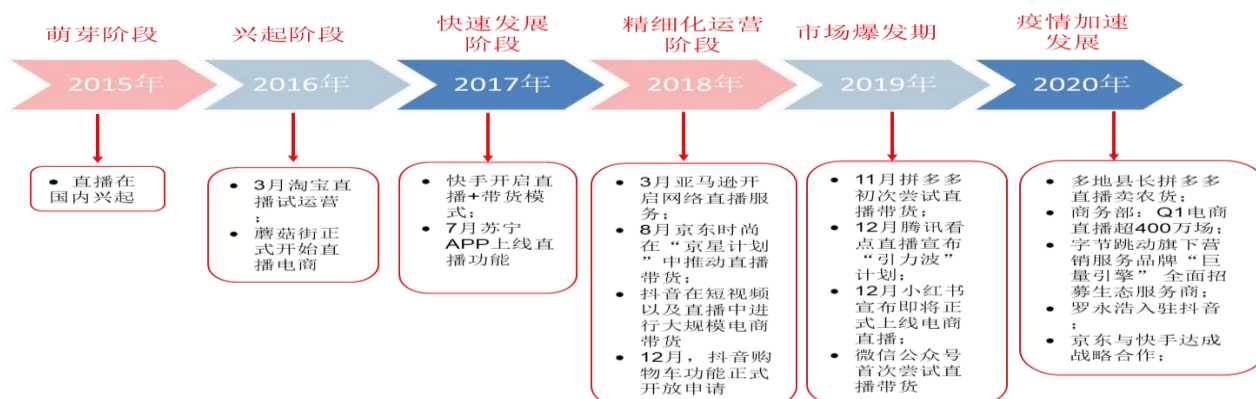
一、如何看直播电商？

（一）直播电商全面爆发

1、直播电商高景气+大市场+低渗透

直播电商是当前电商行业中红利确定性最强赛道——平台资源倾斜、品牌方高举投入、用户心智建立，各方贡献均推动着赛道高速增长：2016 年淘宝直播和蘑菇街直播正式启动，预示着我国直播电商的正式开始。2017-2018 年快手、抖音、苏宁与京东陆续入局；2019 年是直播电商元年，小红书、拼多多、微信等各大平台也相继推出直播电商，涵盖阿里（淘宝直播/微博直播）、腾讯（直播小程序）、短视频（抖音、快手等）等各类玩家；在疫情影响之下，越来越多的品牌也开始加速布局直播电商，2020 年进入全民直播时代。

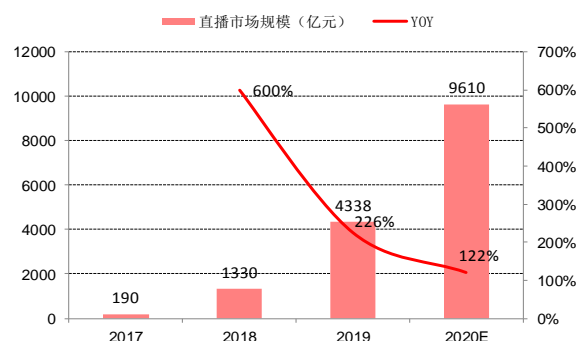
图 1：直播电商行业发展历程示意图



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投

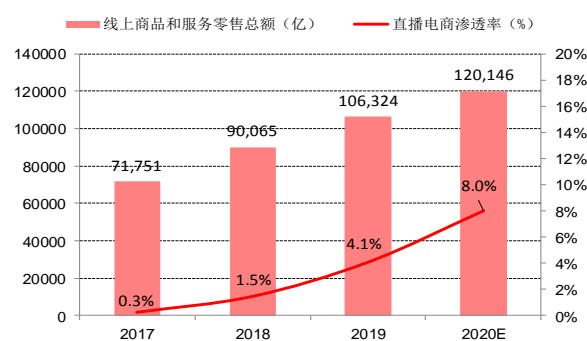
直播电商行业方兴未艾，增速高、渗透率提升空间巨大。根据艾瑞咨询，2017-2019 年我国直播电商市场规模从 190 亿快速提升 20 余倍至 4338 亿，直播电商渗透率从 0.3%提升至 4.1%，预计 2020 年仍将保持 122% 的快速增长，2020 年直播电商规模有望接近万亿，渗透率有望倍增至 8%，随各大平台加码直播电商布局，未来直播电商渗透率提升空间巨大。

图 2：中国直播电商市场规模



资料来源：艾媒咨询，中信建投

图 3：直播电商渗透率仍低，提升空间大



资料来源：艾媒咨询，统计局，中信建投

（二）三维透视缘何爆发？

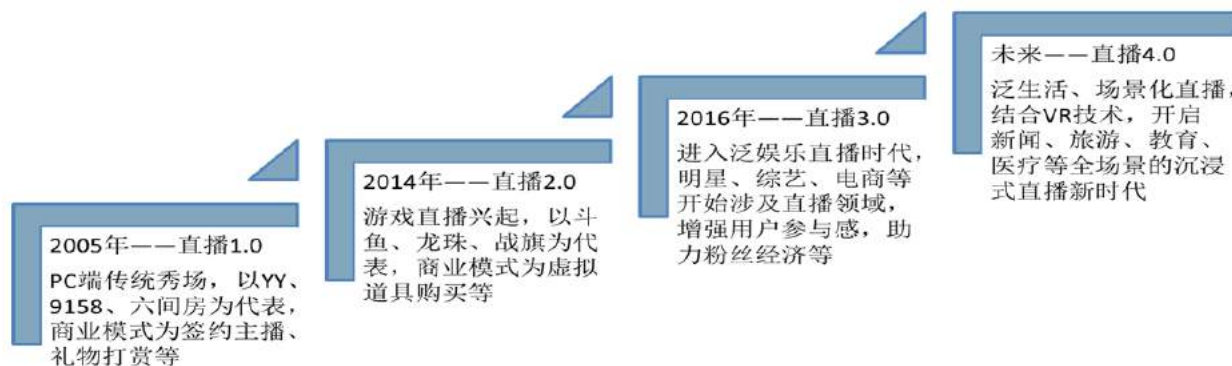
直播电商风口不是昙花一现，而应是长期趋势。5G 时代，商品信息展示更立体动态，给用户带来新购物体验，助品牌商沉淀私域流量，内容营销提高平台粘性，直播电商将巨大的流量变成人，通过有故事+创意+温度的人性化强连接交互，在满足消费需求的同时对品牌重塑和平台带来新发展。

1、消费者维度：直播电商带给用户新的购物体验

3G 时代靠图文传播，4G 时代视频替代图文，5G 技术迭代新时代视频成为信息表达的重要载体。直播是基于视频形式展示，能够解决图文信息表达弱的问题，能够更加全方位的了解商品与服务，尤其是深入原产地直播，或者通过打造独一无二的直播基地，带来视觉化的强参与性和直观体验，十大淘宝直播之城包括杭州、广州、连云港、宿迁等城市。此外，直播广泛渗透到娱乐、购物、教育、户外、美食等领域，通过垂直市场定位后深耕，创造差异化内容，并通过主播与用户的多场景交互，更好地活跃用户并提高留存率。

- **直播将带来更好观看体验和更高传播效率。**5G 网络具有高带宽、低时延、海量连接的特性，将为超高清视频带来强有力支撑，逐步迈入视频高清化与信息视频化时代。从平台发展而言，5G 技术能有效提升网速，改善视频画质，将极大提升用户体验和留存度。5G 时代下，AR/VR、人脸识别等新技术应用得到支持，直播形式与场景多元化，并沿“PC 端秀场直播-游戏直播-泛娱乐直播-泛生活/场景化直播”的路径升级。

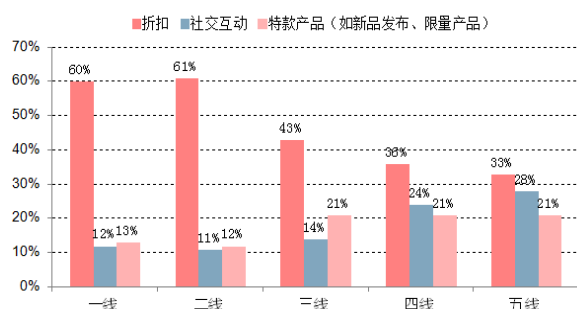
图 4：视频直播发展阶段



资料来源：TallingData 移动数据研究中心，中信建投

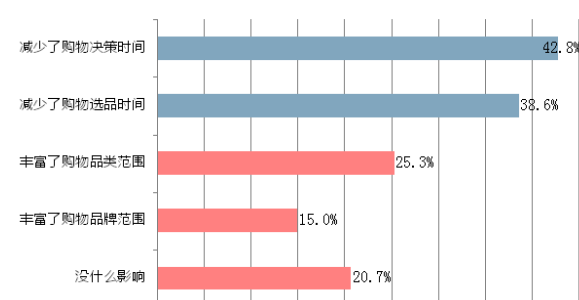
- **直播解决信息不对称问题、性价比高。**直播电商是主播通过视频形式，对产品进行讲解与示范，让消费者更加真实全面的了解到产品或服务，其维度相比于传统电商图文更直观丰富，相比于电商导购的交互性更强，尤其适用于单价高、非标准化、专业性、体验类品类的推广，比如珠宝、服装等品类展示效果更好，再加主播虚拟体验带来更高的销售转化率；直播深入产地减少中间环节，产品性价比高，且能够消除消费者在信息不对称的情况下存在的疑虑。
- **直播信息密度高，缩短消费者购买决策时间。**根据麦肯锡数据：影响三线以下城市用户购买考虑因素中，社交互动的占比明显高于一二线城市，而且越是低线城市越容易受社交推荐而影响购买决策。据 QuestMobile 数据：直播短视频带货能够缩短消费者的购买选品与决策时间，从而加快三四线城市渠道线上化，直播电商转化率高于传统电商。

图 5：低线城市用户购物决策更容易被社交互动影响



资料来源：麦肯锡数据，中信建投

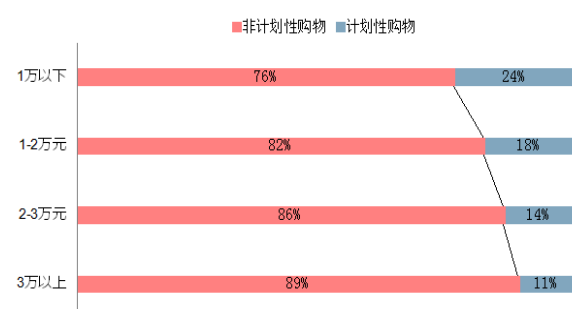
图 6：短视频带货和直播对于用户购物决策的影响



资料来源：QuestMobile，中信建投

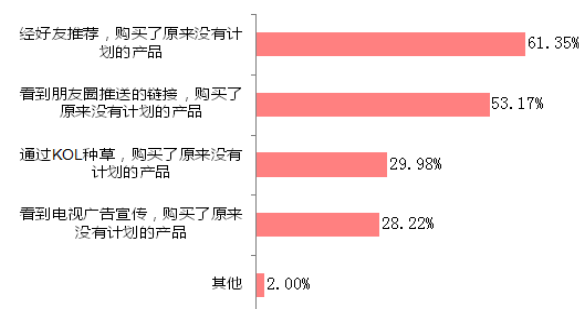
- 直播能够刺激用户非计划性消费。直播往往深入产地、制造等体验场景中，能够提升消费者的购物体验；KOL 具有粉丝经济属性，能够刺激用户的非计划性购买。根据尼尔森数据：大量的非计划性购买需求主要通过社交场景满足，即朋友推荐与社交 KOL 种草，且非计划性购买次数随着收入水平的提高而增加。

图 7：消费者非计划性购物频次与收入成正比



资料来源：尼尔森，中信建投

图 8：非计划性购物场景以周围好友推荐为主

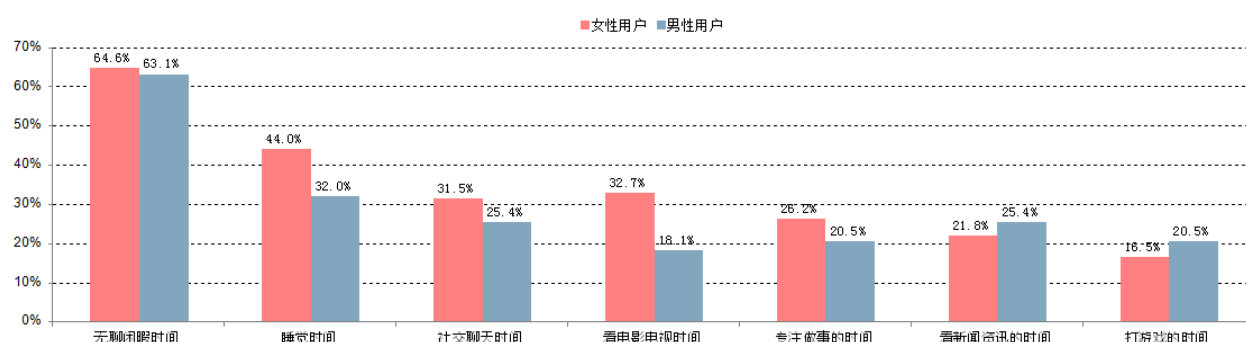


资料来源：尼尔森，中信建投

2、品牌维度：直播是商家运营私域流量的新渠道

直播短视频以其移动化、碎片化特点，成为“杀时间”利器。在移动互联网时代，短视频通过剪辑组合等方式，将想要表达的核心内容集中在有限的时间内，符合人们碎片化的阅读/娱乐/消费习惯。根据企鹅智酷数据：抖音与快手主要切分用户的闲暇与睡觉时间，而设计、新闻资讯与游戏时间被挤压。

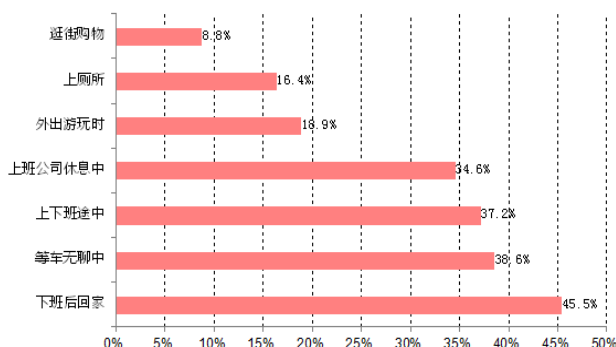
图 9：快手/抖音 APP 主要占用时间段



资料来源：企鹅智酷，中信建投

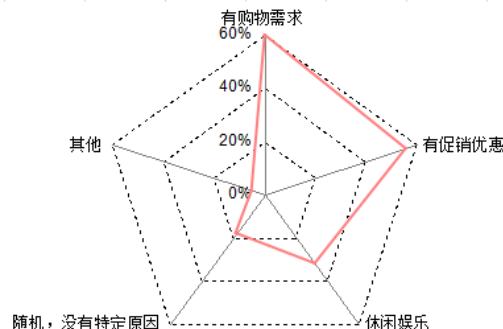
随着移动互联网的普及，用户可以打破时间与空间限制，碎片化消费习惯已经成熟。根据艾瑞数据：下班后回家/等车无聊中/上下班途中是移动购物的主要场景，占比分别为 45.5%/38.6%/37.2%。直播短视频形式让所看即所得，能够进一步增强情感体验，充分吸引用户的注意力。直播成为最大的商品展示口，满足消费者的即时冲动性消费属性，使得平台的流量变现效果可观。从品牌方角度，流量即是道，顺应新流量趋势变化的渠道变革，才能获取新用户并抓住消费者心智，并且从公域流量转向私域流量经营。

图 10：2015 移动购物应用使用情景分布



资料来源：艾瑞数据，中信建投

图 11：用户浏览移动购物应用的原因

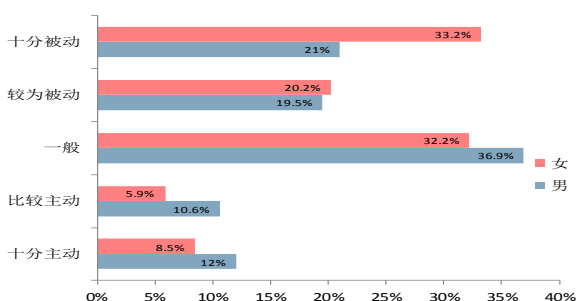


资料来源：艾瑞数据，中信建投

根据极光调研数据：男女性陌生人具有社交表达意愿的用户占比分别为 60%/47%，用户最偏好的社交交流习惯是转发分享/使用表情包/表达观点，占比分别为 59%/46.2%/37.3%。短视频通过转发、点赞、点评等形式进行实时评论，直播通过弹幕、打赏与主播互动，能够与消费者进行信息的双向交互沟通。根据《短视频用户价值研究报告 2018-2019》数据：短视频用户认为短视频的社交分享性（44.4%）优势明显，而直播的实时互动性（39.4%）最为突出。

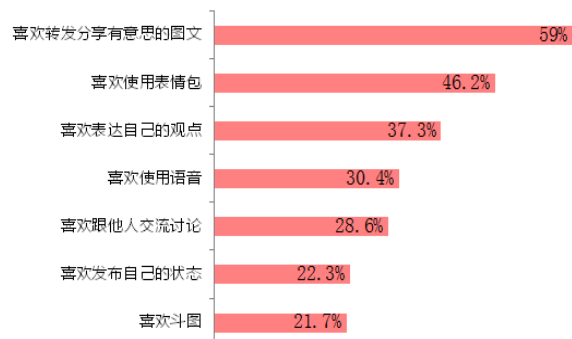
直播成为年轻用户全新购物体验新阵地，能够帮助品牌商来沉淀自身的私域流量，比如通过微信小程序直播和店铺自播等形式实现流量集中和自主，尤其在流量红利见顶和流量成本越来越贵的背景下，品牌直播构建私域流量具有重要价值。此外，直播具有良好的营销价值，基于网红 KOL 的粉丝经济，尤其对于帮助新锐品牌快速提高知名度、打造爆款的价值更为显著。

图 12：社交用户表达意愿



资料来源：极光大数据，中信建投

图 13：社交用户交流习惯



资料来源：极光大数据，中信建投

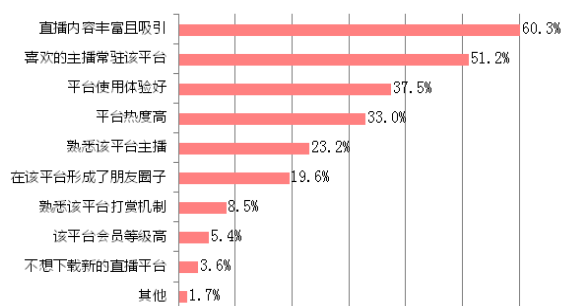
3、平台维度：直播是电商平台的内容营销新场景

内容与主播是直播平台用户留存的关键因素，直播是承接电商平台内容化的最重要方式，直播电商使得内容平台与电商平台相互融合，对未来电商行业格局的塑造亦产生一定影响，除了中心化电商和社交电商平台外，还有抖音快手，正在从过去的流量内容平台向以电商变现为主的平台进行转变。相比于电商购物，直播作为销售渠道更具互动性、娱乐性，想象空间更大。

根据艾瑞数据：直播用户最看重直播平台的优质主播数量/内容丰富度/内容质量，同时也符合近年来电商平台所呈现的社交化和内容化趋势，电商平台通过拥抱内容营销，布局直播业务，获取新用户流量和提高粘性。

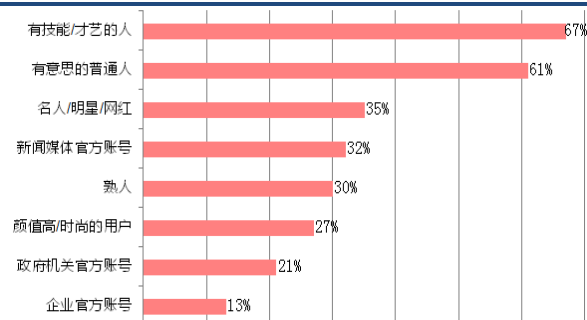
- 直播短视频的用户主要基于内容需求来建立关注关系，采用内容重新定义广告，通过用户大数据算法进行标签分类与内容分发，达到迅速沉淀消费者的效果。直播带货属于粉丝经济，主要通过主播的内容吸粉。在直播中主播可以对商品属性特征进行详细介绍，还能与粉丝实时互动从而提高沟通效率，并且通过场景化营造充分调动消费者的积极性与粉丝粘性。直播能够打造新营销场景模式，缩短营销链路，使得零售模式从人找场转向货找人。
- 根据酷鹅数据：短视频用户最关注有才艺/有趣的普通人（均超 60%）。而不同类型平台的主播与内容属性存在差异，微博集中于大量明星与大 V 网红来创作内容，抖音和快手则泛生活达人，每一位用户均可以自创内容，远超于微博的内容体量，随着主播门槛下降，引来全民直播时代。此外，MCN 机构爆发，对网红批量孵化与精细化运营，签约明星、高人气头部主播入驻吸引用户，促进符合用户兴趣的优质内容持续输出，保障平台的活跃度与用户粘性。

图 14：2019Q1 在线直播用户仍使用同一平台的原因



资料来源：艾瑞数据，中信建投

图 15：用户在短视频平台上关注的用户类型



资料来源：酷鹅数据，中信建投

（三）直播电商的本质思考

直播电商本质是以电商为基础，直播为工具，直播电商是链接社交流量平台和电商平台的桥梁，能够为电商平台带来新流量，达到促进销售的目的，同时直播平台也实现了流量变现，同时变成品牌商标配的基础能力和电商的基础设施。

1、直播平台的流量价值凸显

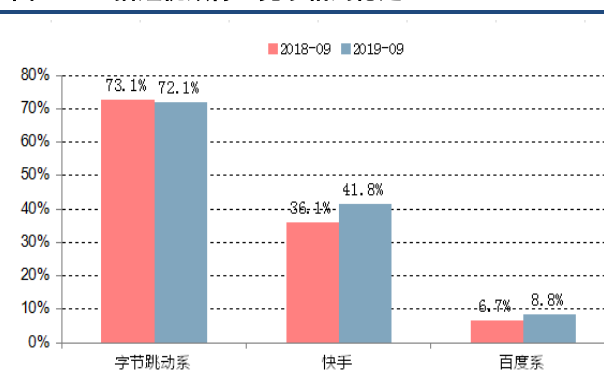
2015 年随着移动互联网浪潮兴起与智能手机普及，腾讯、字节跳动等互联网巨头纷纷布局，以塑造多元场景、满足社交需求的直播短视频如雨春笋般涌现，先后诞生了抖音、快手、西瓜视频、火山小视频等平台。目前短视频行业的竞争格局已基本稳定，头条系（抖音、火山、西瓜）占比超过 70%。短视频平台抖音和快手，拥有庞大的用户规模，凭借自带流量优势上线直播业务，现已进入第一梯度。

表 16：直播短视频 APP 对比

	平台名称	上线时间	股东背景	活跃用户/亿
第一梯队	抖音	2016.9	字节跳动	5.6
MAU>4 亿	快手	2011	腾讯、百度	4.7
第二梯队	火山小视频	2016.12	字节跳动	1.5
MAU>1 亿	西瓜视频	2016.5	字节跳动	1.4
	哔哩哔哩	2009.6	腾讯、阿里	1.0
第三梯队	微视	2013.9	腾讯	0.6
MAU<1 亿	全民小视频	2018	百度	0.26
	波波视频	2017.9	一下科技	0.18

资料来源：易观千帆，中信建投，截至 2020/3

图 17：直播短视频行业竞争格局稳定

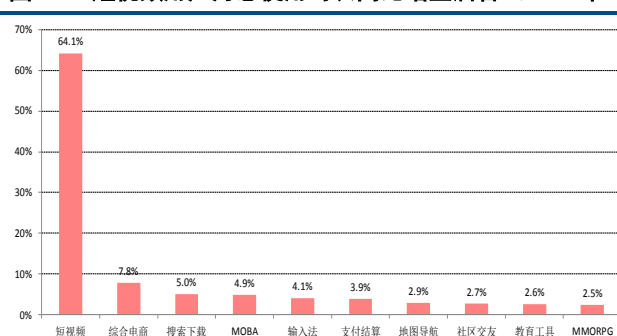


资料来源：QuestMobile，中信建投

短视频凭借内容型产品拉动，成为占据移动互联网用户使用时长的主要驱动力。短视频用户数量仍处于高速增长期，并在下沉市场的用户规模增长居首，直播相对于短视频用户的渗透率仍有提升空间。

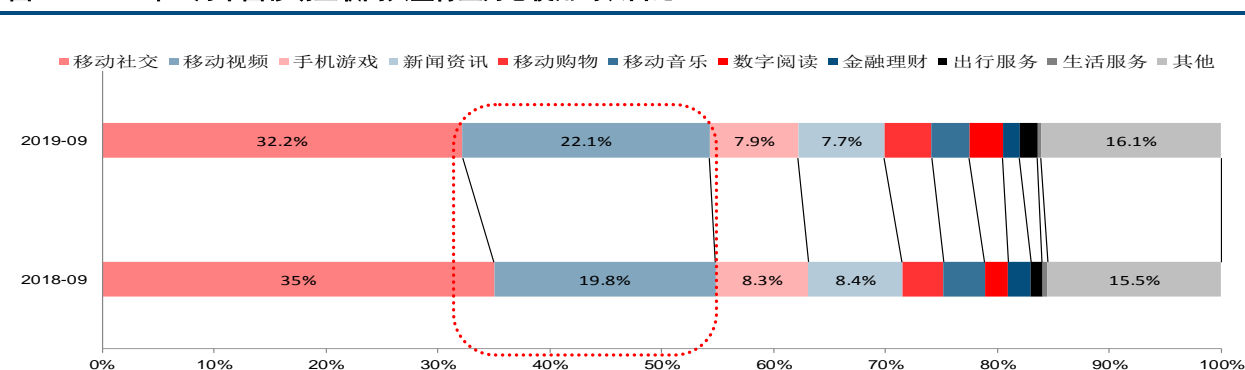
- 相比于传统图文形式，短视频传播沉静式内容，表现形态更丰富，能够有效占据用户时间。QuestMobile 数据显示：用户使用时长增长最快的是短视频行业，明显超过电商、社区交友等。受短视频驱动，移动视频在移动互联网用户的使用时长中的占比同比提升 2.3pct，成为增加用户使用时长的主力。

图 18：短视频用户月总使用时长同比增量居首（2019 年 9 月）



资料来源：QuestMobile，中信建投

图 19：2019 年 9 月中国移动互联网典型行业月总使用时长占比

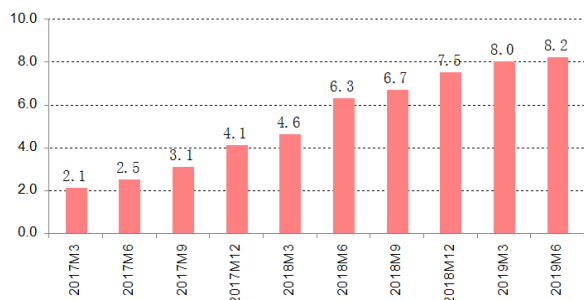


资料来源：QuestMobile，中信建投

- 在渠道红利消失的背景下，短视频已成为抢占下沉市场新用户的主力军。QuestMobile 数据显示：短视频

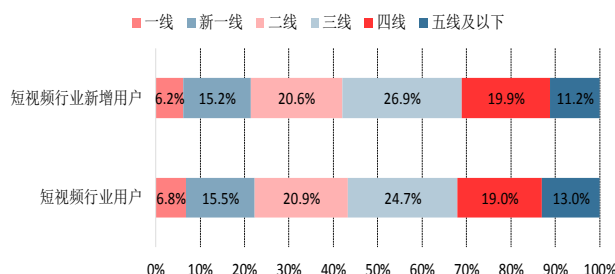
月活跃用户超过 8 亿，其中三四线以下城市的用户占比达到 56.7%；新增用户的主要来源是三四线以下城市的用户，占比超过一半。因此，短视频收割的更多是三线市场以下的下沉流量红利。

图 20：短视频的月活跃用户数持续增长



资料来源：QuestMobile，中信建投

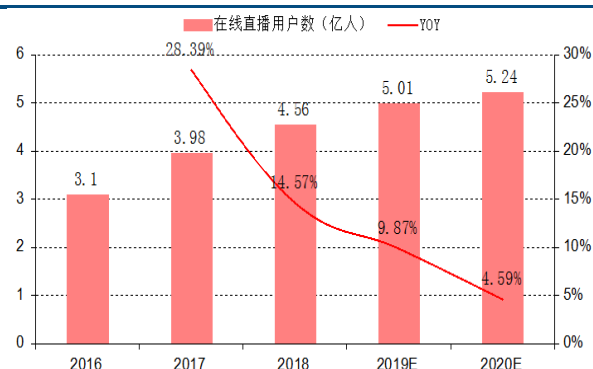
图 21：短视频行业用户和新增用户的城市分布



资料来源：QuestMobile，中信建投

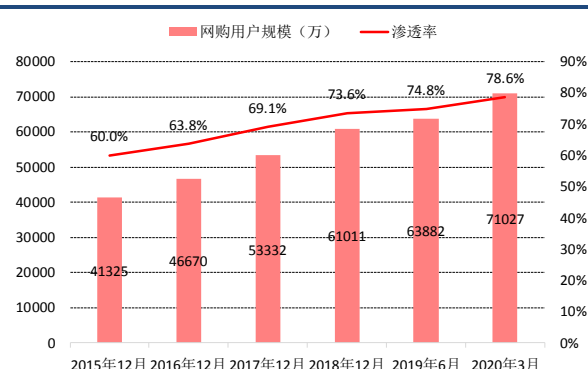
- 我国在线直播用户数呈现逐年增长的态势，成为高粘性用户的流量入口。艾瑞咨询数据显示：2018 年我国在线直播用户规模 4.56 亿，在短视频用户的渗透率超过 60%，在网购用户的渗透率超 70%；预计 2019 年直播用户规模将超 5 亿，直播用户的基数庞大，直播电商模式的教育成本较低。

图 22：2015-2020 年我国在线直播用户规模及增速



资料来源：艾瑞，中信建投

图 23：2016-2019 年中国网购用户规模及增速



资料来源：CNNIC，中信建投

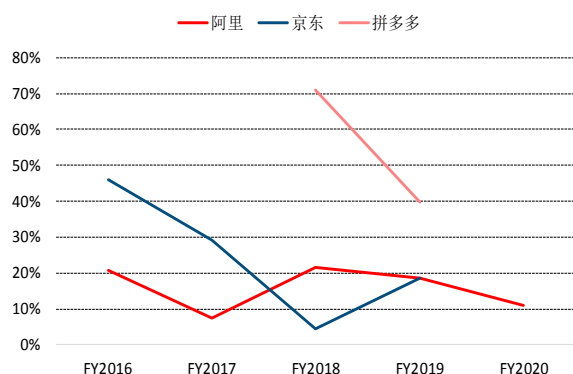
2、电商+直播：吸引流量且提高粘性

阿里巴巴等各大电商平台通过布局直播电商能够获取下沉市场的用户，还能加快特定品类的线上渗透率提升。由于平台给予流量红利，来扶持头部主播，带体验感，交互性强，能够有效提升用户粘性和销售转化率，因此电商直播化是未来最重要的发展趋势之一。

各大电商平台年活用户数增速趋势性趋缓。FY2016-FY2020，阿里平台年活数增速从 21% 放缓至 11%，京东平台年活增速从 FY2016 的 46% 放缓至 FY2019 的 19%，拼多多年活用户增速亦从 FY2018 的 71% 放缓至 FY2019 的 40%。

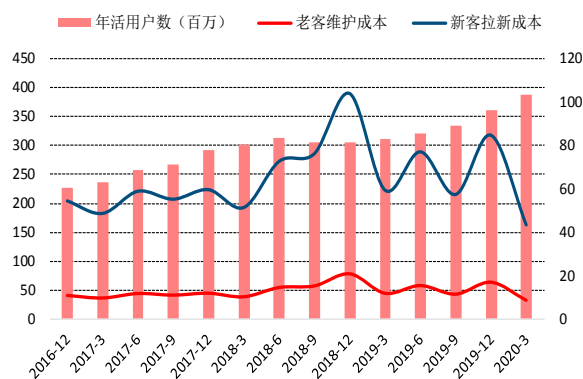
与年活增速放缓相对应的是流量成本持续上升。假设新客拉新成本是老客维护成本的 5 倍，对销售费用拆分测算：阿里新客成本从 1Q2016 的 29 元/人增至 1Q2020 的 77 元/人；京东从 4Q2016 的 55 元/人升至 4Q2019 的 85 元/人，但 Q12020 受疫情影响京东年活用户数增长超预期，拉新成本亦回落至 43 元/人；拼多多新客获客成本从 2Q2017 的 2 元/人，持续升至 1Q2020 的 46 元/人。

图 24: FY2016-FY2020 主要电商平台年活用户增速



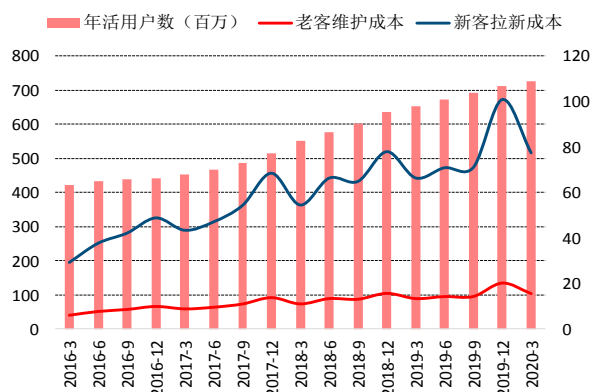
资料来源: 公司公告, 中信建投

图 26: 京东获客成本分析



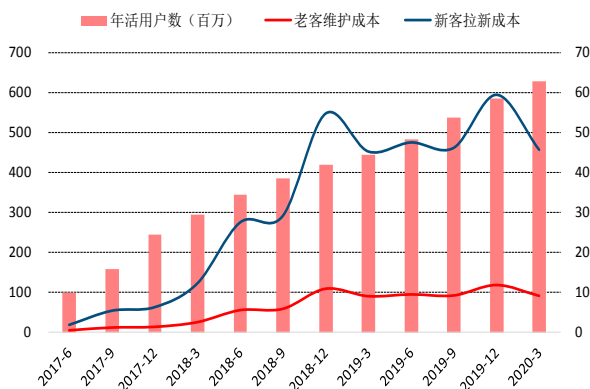
资料来源: 公司公告, 中信建投

图 25: 阿里巴巴获客成本分析



资料来源: 公司公告, 中信建投

图 27: 拼多多获客成本分析



资料来源: 公司公告, 中信建投

3、直播+电商: 拓展流量变现渠道

直播短视频通过优质内容来打造获取超高流量的社交平台, 而具有流量优势积累的平台为充分挖掘用户价值, 不断拓展商业变现模式, 包括内容电商、广告营销、知识付费、IP 授权等。直播短视频内容平台找到了信息流广告之外主要的流量变现方式, 直播电商使得内容平台流量提纯和转化价值提高。

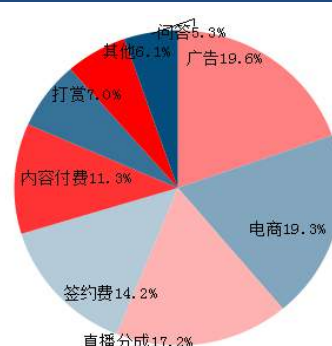
- 直播短视频平台创新商业变现模式, 变现路径多元化, 包括跨行业合作、跨平台合作, 培育用户知识付费习惯, 加强内容营销和营销产业链升级, 制作娱乐或赛事 IP 吸引潜在用户等。网红的收入渠道也多元化, 其中直播收入占比最高为 38.4% (签约费+直播分成+打赏), 广告和电商占比为 19.6%、19.3%。

图 28：在线直播平台商业化方式



资料来源：易观千帆，中信建投

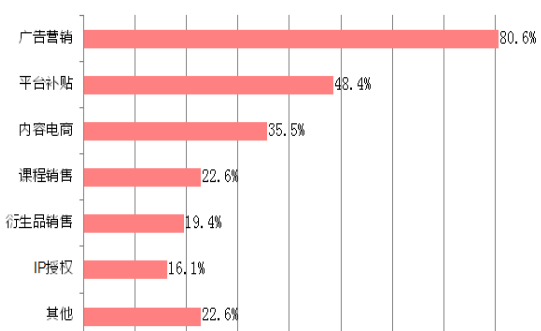
图 29：2018 年网红各领域收入占比



资料来源：艾瑞数据，中信建投

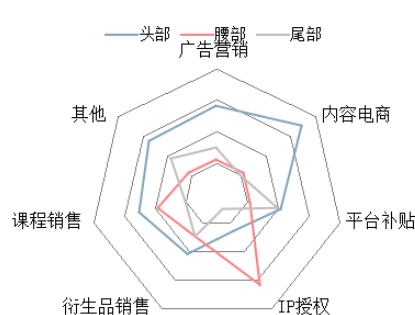
- 酷鹅调查数据显示：40%的用户因观看短视频内容而消费，由于内容电商注重粉丝沟通，在塑造和巩固个人 IP 的同时完成销售转化，**直播呈现电商化趋势**。直播帮助品牌实现推广销售的闭环，先在社交平台通过内容种草，然后在直播中变现收割，刺激冲动消费的发生。MCN 机构的变现方式以广告营销/平台补贴/内容电商为主，由于信息流广告与短视频平台的人工智能算法一致，精准营销的投放效果好。

图 30：MCN 公司变现方式占比



资料来源：克劳锐，中信建投

图 31：2018 年 MCN 变现模式中头部和整体变现分布情况



资料来源：克劳锐，中信建投

二、直播电商格局和利益分配

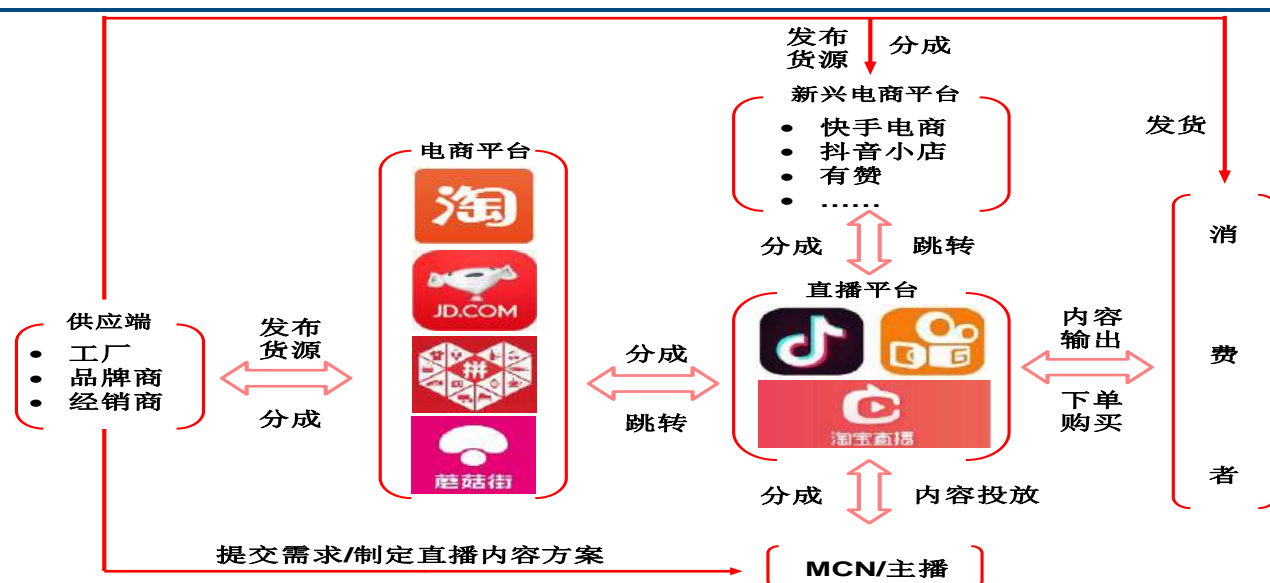
（一）直播电商呈现三足鼎立

直播电商产业链中的主要玩家包括：上游的品牌商、下游的消费者、中游的平台及其生态服务商等构成。其中中游部分主要包括电商平台、直播平台、内容平台（MCN/主播）等。

从直播电商的市场规模拆分看，2019 年直播行业 GMV 规模为 4400 亿，其中淘宝直播的 GMV 为 2500 亿（淘宝直播连续三年直播引导成交增速 150% 以上），直播电商市场占比 58%，领先同业；抖音直播 GMV 为 400 亿（直播电商市场占比 9%），快手直播 GMV 为 250 亿（占比 6%，包含引导微信成交宽口径下 GMV1500 亿），呈现三足鼎立之势，头部集中仍然明显。

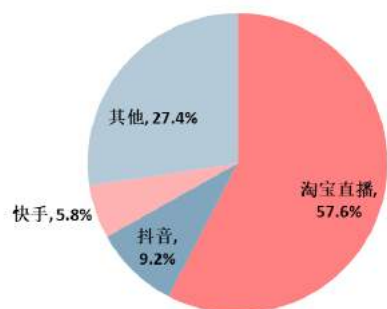
从平台属性区分，淘宝直播购买转化率高，重流量变现；快手老铁粉丝粘性强，做私域流量；抖音属于内容分发型，重优质内容。我们认为，衡量直播带货能力强弱的两大指标是流量和转化率。从规模来看，抖音与快手直播带货起步较晚，但在巨大流量优势下仍有巨大提升空间。同时，短视频平台以内容聚流，娱乐性更强，在短视频中直接嵌入商品链接，并开始自建电商平台形成销售闭环，将场景与购买相连以获得高流量转化率。

图 32：直播电商产业链



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投

图 33：2019 年淘宝、抖音、快手直播电商市场份额



资料来源：微播易，《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，

腾讯网，中信建投

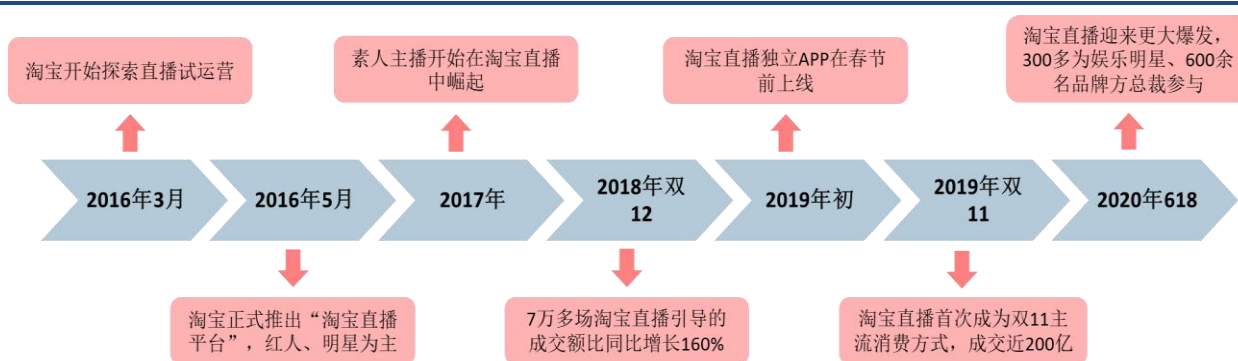
1、淘宝直播是阿里内容化下的产物，爆发力强

在淘宝“内容化”战略驱动下，目前淘宝内容生态已形成淘宝直播、淘宝头条、微淘等内容矩阵，从图文向直播短视频形态升级。2016 年 3 月淘宝上线直播，成为直播电商最早试验田。2019 年淘宝直播 GMV 突破 2000 亿元，其中双十一当天直播 GMV 突破 200 亿元，177 位主播年度 GMV 破亿。相比于上线初期，2019 年商家数量增长 3 倍，直播机构数量超过 600 家。2020 年 6 月 1 日天猫 618 开场 1 小时 29 分，淘宝直播带来的成交额达到 20 亿元。淘宝更是提出 3 年 5000 亿元的市场规模目标。

淘宝直播作为最大的直播电商平台，呈现出极强的爆发力。淘宝直播的特征体现在：淘系供应链强大+头部主播资源丰富+品牌商加码布局。

- 支撑淘宝直播蓬勃发展的动力是强大的供应链与丰富的内容，2017 年淘宝与天猫直播合并，淘宝直播拥有 200 家专业内容制造机构，每月带货规模超过百万的直播间超 400 个，阿里认证的入驻主播机构千家，消费者每天可观看的直播内容超 15 万小时，可购买商品数量超 60 万款，日均停留时长超 1 小时。全民直播时代，海量商品是爆发的基石，淘系具有强大的供应链资源。
- 淘宝主播以二线女性为主，淘宝直播的主流消费者是 90 后。淘宝 KOL 主播呈现哑铃型分化，头部 KOL 粉丝多，带货能力强。2019 年双 11 数据，李佳琦和薇娅合计占淘宝直播的 30%，同时越来越多的明星入驻淘宝直播，在自身知名度与粉丝经济下的购买转化率和品牌曝光度高。2019 年双 11 淘宝直播 GMV 近 200 亿元，占阿里双十一成交额的 7.5%，超过 50% 的品牌商通过直播获得新增长，直播带货已经成为品牌重要的销售渠道之一。2020 年 618 期间商家直播间数量同比增幅超过 160%。

图 34：淘宝直播发展历程



资料来源：中信建投

2、快手在直播电商领域领先，抖音加快商业化变现进程

对比抖音与快手的流量：抖音偏公域流量，高度中心化，内容精品化，用户偏向一二线城市，女性用户更多，年轻用户更多。而快手偏私域流量，去中心化，内容大众化，相较于抖音快手的下沉市场用户更多，社交性更强，带来强粉丝粘性，收入以直播电商为主。信息流广告是抖音的主要收入贡献来源，抖音流量以内容和算法分发，平台控制能力强，使得平台广告效果明显。2020 年 6 月初，根据艾瑞数据，抖音、快手日活用户数分别为 4.7、3.2 亿；根据 36 氪报道，抖音、快手 2020 年电商 GMV 目标分别调高至 2000、2500 亿，二者目标体量与淘宝直播 2019 年业绩相当。

- 相比于抖音，快手的社交性强，老铁的带货潜力大。2017 年快手开启直播变现。2019 年快手推出“我的小店”，推出“光合计划”用百亿流量与优质 MCN 合作，扶持 10 万个内容创作者，增加 3000 个百万粉丝 KOL。2019 年 8 月 28-30 日快手“靠谱卖货节”活动累计销售额破亿，老铁经济效应凸显。根据 2019 年 12 月公布的《2019 快手直播生态报告》：快手直播日活用户过 1 亿，估算全平台快手电商 GMV 为 1500 亿，开放全民直播的快手带货力强。2019 年 12 月快手推出直播公会体系，重点鼓励公会签约和运营粉丝在 1 万至 50 万之间的中腰部主播。
- 抖音和快手平台待完成前期流量积累以后，加快扶持直播电商，全方位提升用户价值。2018 年 5 月抖

音启动商业化布局。2018 年 6 月抖音发布云图和星图来加速商业化。2019 年抖音允许将淘宝商品链接添加到短视频中跳转淘宝购买，抖音向第三方电商平台带货后，收取广告费与交易佣金。平台开始孵化抖音小店。2020 年 4 月抖音流量扶持罗永浩直播带货，首场 GMV 破亿。

表 35：抖音与快手短视频平台对比

项目	抖音	快手
成立时间	2016 年 9 月	2011 年
股东	字节跳动	腾讯系
GMV 目标（2020E）	2000 亿	2500 亿
日活用户	4.7 亿	3.2 亿
日均活跃时长	76 分钟	超 60 分钟
内容	UGC 为主；强运营 爆款内容；用户被动接受	UGC 为主；弱运营 大众内容；用户自主选择
页面	一页显示单视频	一页显示多视频
算法	中心化，推荐力度随着热度升高而再加，同属于字节跳动旗下，与今日头条共享用户数据库。	去中心化，推荐力度随着热度升高先增后减，每个视频所分到的流量均衡
流量	广告导流；偏公域流量 强内容、流量大、变现单一	广告导流；偏私域流量 强交互、高粘性、易变现
带货主播	正善牛肉哥	辛有志、散打哥
用户特征	女性占比 66% 24 岁以下占比 75% 三四线城市占比 55% 消费 200 元以下占 27.6%	女性占比 58% 24 岁以下占比 66% 三四线城市占比 61% 消费 200 元以下占 41.4%

资料来源：艾瑞数据，36 氪，腾讯新闻，中信建投

（二）直播电商产业链的利益分配

品牌商与 MCN 机构合作确定直播营销方案与内容，并从直播短视频平台获取用户流量，然后在电商平台完成销售变现，品牌商会根据推广商品的成交额确认佣金比例，由淘宝联盟（阿里妈妈）、直播平台、MCN 机构、主播进行分成。目前直播电商的佣金分配方式是以 CPS 为主，按照成交额收取佣金。

图 36：抖音与快手在各大电商平台的分成模式

抖音佣金政策	淘宝	先收取成交额的 6%作为内容场景服务费，再收取（佣金总额-6%*成交额）*10%作为技术服务费	快手佣金政策	淘宝	先收取成交额的 6%作为内容场景服务费，再收取（佣金总额-6%*成交额）*10%作为技术服务费
	抖音	普通商品 0%抽佣		快手	普通商品 0%抽佣，靠谱货商品额外获得淘宝联盟结算的成交额 3%权益，享受快手成长奖励金政策
	小店商品（选品后台）	扣除佣金的 10%作为技术服务费		拼多多	扣取佣金的 0%-20%（视多多客等级而定，通常为 10%）作为软件服务费
	精选联盟			快手	收取成交额的 5%，同时享受快手成长奖励金政策
	京东	以京东扣除佣金后的金额为基数收取 10%的技术服务费		京东	扣取佣金的 10%作为软件服务费
	考拉	扣除佣金的 10%作为技术服务费		快手	政策不详
	唯品会	扣除佣金的 10%作为技术服务费			

资料来源：火星营销研究院，中信建投

注：以上分成比例对应带货型主播，即无货、有粉丝，且带货能力不错的主播

我们认为，直播在不同发展阶段，产业链不同环节受益程度不同。因此在直播发展前期，网红 KOL 稀缺性使得 MCN 更为收益，其中在流量和供应链两端具有优势的服务商将会受益于赛道红利。但在直播下半场，回归零售本质，品牌商更为受益。

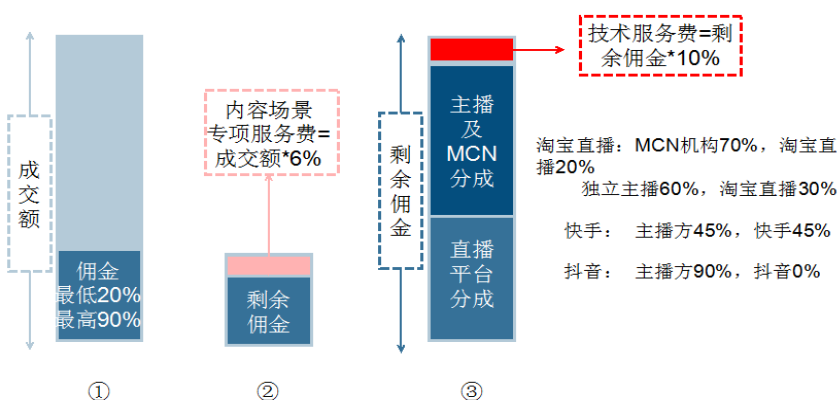
1、现阶段平台方的利益角逐胜过品牌方

从平台角度，CPS 模式运行最成熟的是淘宝客。淘宝联盟佣金比例为成交额的 20% 以上。假设佣金率 20% 的情况：首先淘宝联盟收取成交额 6% 的内容场景专项服务费，剩余佣金由阿里妈妈收取 10% 的技术服务费，合计阿里平台的抽成比例为 7.4%（高于阿里 3%+ 的平均货币化率）。阿里抽成后剩余 12.6% 佣金由直播平台与 MCN 机构分配，快手直播与 MCN 机构的分配比例是 1:1（指带货到淘宝，快手给优质商户返还商户奖励金），MCN 机构再根据主播级别确定分成比例，一般主播分成 10% 以上，头部主播 20% 以上。

各平台博弈，阿里收取的带货佣金增加。阿里对第三方平台导入的订单收取 6% 的内容场景专项软件服务费。剩下的佣金给电商平台，直播平台、MCN/主播。如果是 MCN 机构，则阿里妈妈、淘宝直播和 MCN 机构分别分成 10%、20%、70%。如果是独立主播，则阿里妈妈、淘宝直播和 MCN 机构分别分成 10%、30%、60%。

2019 年 5 月淘宝联盟发布《关于内容场景推广内容商品库的通知》，宣布 KOL 在包括快手抖音等在内的平台上带货，只能选择淘宝指定的商品库中的商品，且商品佣金率需设置在 20% 以上。2019 年 6 月，淘宝直播宣布会收取成交额 6% 的内容场景专项服务费。新规实施后，以佣金比例 20% 为例，阿里收取的佣金率从 2% 提升至 7.4%，直播电商盛宴下的阿里平台最受益。

图 37：在淘宝平台交易的分成情况



资料来源：各公司官网，中信建投

2、直播带货适合高毛利品牌，销售兼品宣效果

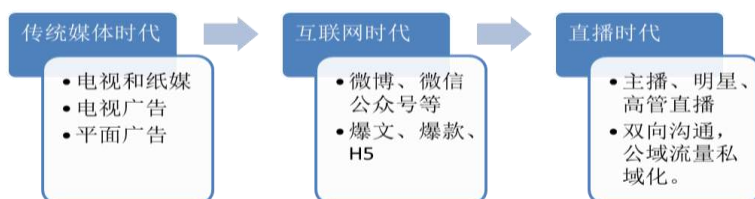
从品牌方的角度看，直播带货一般采用服务费（坑位费）+抽佣方式，坑位费是上链接费，根据 KOL 级别坑位费单条或单次数万到数十万元不等，佣金率在 20-50%，如果再加上电商平台费用 20%，直播销售适合高毛利商品才能挣钱。

直播商品超低折扣+高费率，尤其头部 KOL 的商品折扣往往是全网最低价，低价和粉丝经济效应下，对于销售的拉动作用有目共睹，但是品牌商直播带货的亏钱情况还比较常见，并且持续低价带货对于品牌形象塑造、价格健康等也会产生不利影响。目前的利益分配模式在直播流量红利期尚可，一旦进入流量放缓的存量竞争阶段，品牌商将会面临毛利向下，成本攀升，盈利难的窘境，这种模式难以维系。

在直播电商发展的初期，直播流量红利凸显，品牌商基于流量思维有一定效果，能够帮助新品快速放量打造爆款，另外直播新流量渠道红利还将带动新品牌快速崛起。完美日记即是通过网红营销带货模式超车，即头部 KOL 种草+腰部以下 KOL 推动+沉淀运营私域流量。平台的明星、头部 KOL 红人数量少、粉丝量大、投放费用高，而腰尾部 KOL 红人数量比较大，使得品牌商能够撬动的 KOL 营销数多、但投放成本较低。

直播带货促销难盈利，品牌为何做直播？直播带货的价值：一方面把直播作为库存消化的渠道，另一方面直播带货还承担了品牌宣传功能，从促销向营销转变，本质上是从流量思维转向品牌思维，实现品销合一，在销售拉动的同时打造品牌，提升品牌力，通过差异化的粉丝互动，增强用户粘性和品牌复购。

图 38：品宣路径不断扩展



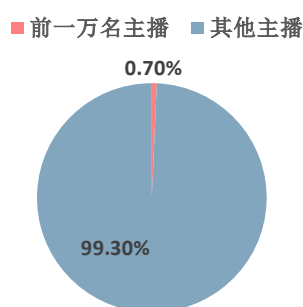
资料来源：搜狐，中信建投

3、全民直播时代，产业链利益有望向品牌倾斜

目前头部网红主导市场，根据今日网红数据，0.7%的主播赚取68%的收入，**头部效应明显**。平台给予超级流量扶持，因此在获取品牌方资源和供应链溢价能力更强，但存在复制难、费用贵的问题。未来进入全民直播时代，罗永浩、张庭、企业董事长纷纷直播带货，形成网红直播+名人直播+商家自播，拉动直播爆发增长。

全民直播常态化下，头部网红的的话语权逐渐被削弱，其所推荐的品牌也不再是金字招牌。**未来核心是看商品供应链而非主播，商品选品和性价比是竞争力**，只有在分享直播流量红利的时候做好品牌才能更走的长久。在平台与品牌的持续博弈过程中，利益分配关系也有望从平台方向品牌方倾斜，促进直播带货持续健康发展。

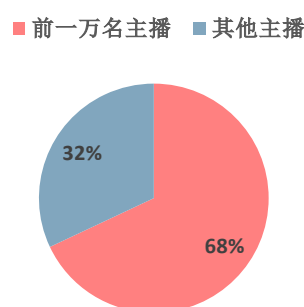
图 39：六平台前一万名主播数量占比



资料来源：今日网红，中信建投

注：统计映客、花椒、一直播、美拍、陌陌、火山 2018 年 1-6 月数据，全体主播数量为 144 万，六平台收入为 47 亿元

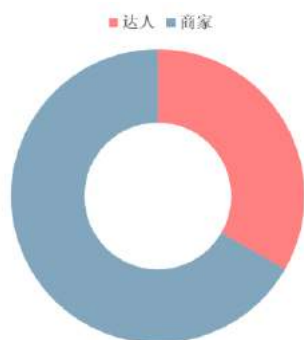
图 40：六平台前一万名主播收入占比



资料来源：今日网红，中信建投

按照主播类型划分，包括明星、网红、专家、商家店铺自播、素人等。据卡思数据：2019 年我国拥有 10 万以上粉丝的网红数量增长约 18%，其中 50 万粉丝以上红人同增 40% 以上；2018 年快手和抖音的红人数量分别为 4.3 万/3 万。2019 年淘宝直播开播账户数量同比接近翻倍，主播画像以 90 后女性为绝对主力，**新风口下大量主播入场；品牌积极拥抱新经济，2019 年末淘宝品牌商家每天开播，达到线下导购线上化效果**。2019 年 618 期间 80% 天猫美妆商家使用直播带货。2020 年淘宝将鼓励更多的品牌商家自播：2020 年 618 期间，淘宝直播平台商家直播间数量同比增长 160%，商家自播 GMV 占淘宝直播比已达 70%。

图 41：2020 年 618 商家直播 GMV 占淘宝直播 7 成

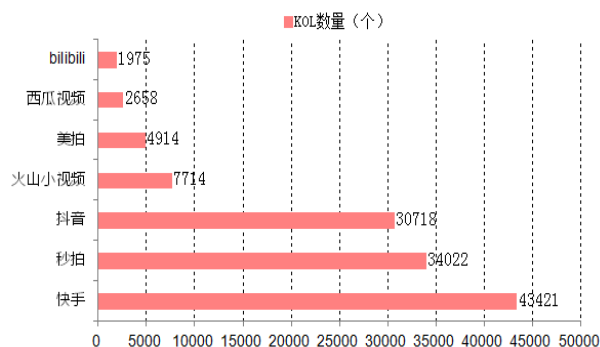


资料来源：淘榜单，中信建投

作为网红经济产业链的核心，MCN 机构发展迅速，越来越多的网红选择与 MCN 机构签约，如李佳琦签约

美 ONE 等，来保障优质内容的持续输出和流量的精细化运营，以延长网红自身的生命周期。目前抖音红人以 MCN 孵化为主，快手 MCN 超 600 家，淘宝直播的 MCN 机构数量超过 1000 家。电商 MCN 机构，能够推动网红的批量化孵化和流量的商业化变现，带来全民进入直播时代，因此目前头部集中的主播形态并非终局。

图 42：2018 年头部短视频平台已有超 20 万 KOL



资料来源：卡思数据，中信建投

表 43：部分 MCN 公司及旗下 IP

MCN	代表 IP
洋葱视频	办公室小野、代古拉 K、七舅脑爷等
大禹科技	毒角 SHOW、一禅小和尚、野食小哥、软软
摩卡视频	梦诗 Nicole、悦小舞、-阿鱼妹妹-
伐木累娱乐	大司马、若风、微笑、草莓、洞主
Papitube	Papi 酱、在下杨舒惠、Bigger 研究所
微念科技	李子柒、nG 家的猫、香喷喷的小烤鸡
新片场短视频	魔力美食、造物集、理娱打挺疼
罐头场	日食记、酥饼大人、做个东西

资料来源：媒介 360，中信建投

三、直播电商重塑零售产业链

（一）零售商：传统电商的流量重构

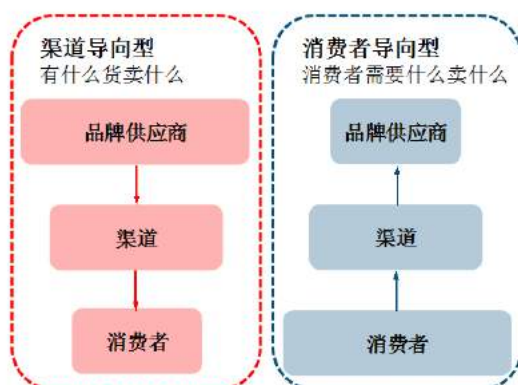
流量是电商的核心资源，但目前各大电商平台面临流量增长瓶颈，流量成本持续攀升，电商内容化、社交化成为发展趋势，直播电商重塑了传统电商下的人货场，促销商业效率提高。直播电商是更为有效等方式，提高了流量、粘性、转化率、渗透率等指标。同时，直播为微信、头条等内容流量平台进入电商带来了机会，使得流量价值转化进一步提升。

1、直播电商从“货与人”转向“人与人”

直播电商帮助品牌商提高与供应商/消费者的连接效率，重构人货场。

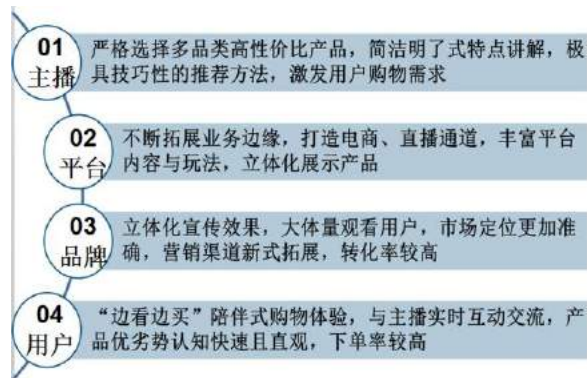
- “人”——直播相当于把线下导购员线上化，主播向用户卖人设、讲解商品，提问互动，所看即所得与边看边买的购物体验，具有强陪伴性、强互动性与高粘性，能够刺激用户非计划性购物需求，如果主播是网红或名人明星，直播带货基于粉丝的信任关系变现。直播电商成为主流消费形式之一，消费者的重要性显著提升，未来的零售需建立在消费者洞察基础上精准营销。
- “货”——直播能够全方位展示商品并且以评论形式加强互动，能够解决传统图文展示存在的信息不全面与用户体验感差等问题，有助于提升非标高价等商品的潜在线上渗透率；直播提高供应链快反速度，根据用户需求规划商品结构；直播深入产品原产地，去除供应链中间环节，提高商品性价比。
- “场”——直播电商的覆盖半径扩大，有效打破时间限制与场地边界；使用直播基地，缩短中间环节，提高供应链效率；专业制作团队入圈，内容的品质提升、内容进一步丰富，打造多元化垂直场景；伴随移动互联网普及，强时效性，符合现代人们碎片化习惯。

图 44：以消费者为价值的模式转型



资料来源：中信建投

图 45：消费者、零售商、品牌商三方的需求演变



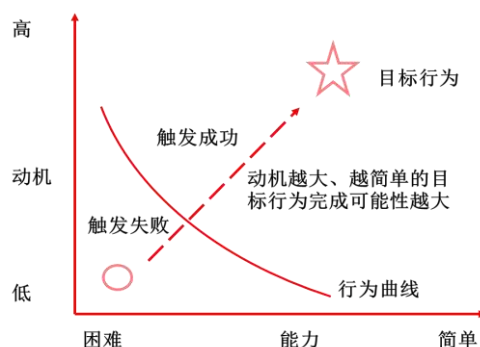
资料来源：克劳锐，中信建投

直播电商改变了消费者的购买行为路径

根据 BJ Fogg 提出的行为模型（BJ Fogg 模型）：直播电商对消费者购买行为的影响分析：用户购买行为取决于其动机、能力与相应的触发，其中能力包括时间成本、金钱成本、体力付出、脑力付出、社会压力、习惯等。因此动机、能力这二者在坐标系中构成一条行为曲线，曲线右上方，在合适的触发条件下都有可能转化为一次行为，而曲线左下方区域则为触发失败区，难以触发为行为。

对于动机、能力不同的用户，需要采用不同的触发以完成行为的有效转化。传统搜索电商模式下，消费者带着目的搜索欲购买的商品，动机强、能力强，因此简单“信号”即可促成购买，但弊端是大量靠近行为曲线的用户资源未被发掘和利用。而直播电商提升了消费者购买的动机，且降低了消费者购买行为的难易程度，从而增强消费者购买的可能性。直播内容已完全包含了“引导者”、“火花”、“信号”三种触发并进行了加强。

图 46：BJ Fogg 行为模型



资料来源：BJ Fogg 模型，中信建投

表 47：直播对于不同特征消费者的引导作用

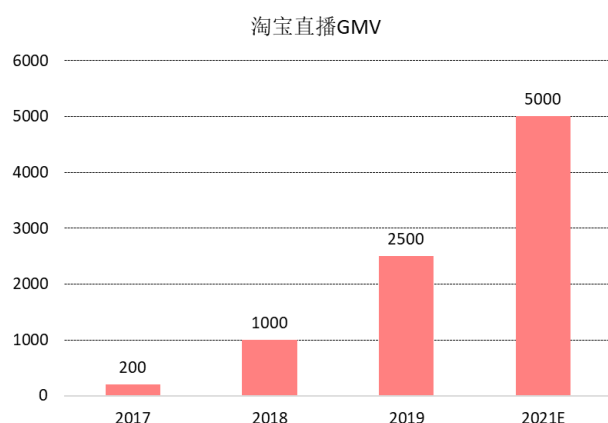
触发	特征	能力	动机	直播触发购买行为
引导者	专业 KOL 引导试用推荐	弱	强	为消费者完成初轮选品，节约消费者时间、脑力付出；头部直播拥有对上游议价权，可拿到较大折扣，为消费者节约金钱成本。直播或视频平台通过小黄车加挂链接，极大便利消费者购买过程。主播对商品的使用方法、作用原理详尽介绍与演示，不断重复购买方法，“引导”消费者购买。
火花	图片、视频、广告语刺激购买行为	强	弱	主播持续宣传商品的优点，并扩大联系至生活态度、格调、情怀等（如乡土情结、支持手艺人等），激发消费者购买动机，消费者也会在从众行为下获得满足感
信号	过多营销引起用户反感放弃行为	强	强	一些主播不对商品直接宣传，而是在直播过程中创造情景进行“信号”提醒，如某钓鱼主播专注直播钓鱼全过程，而对小黄车中挂着的鱼竿、浮漂等链接完全不进行宣传

资料来源：BJ Fogg 模型，中信建投

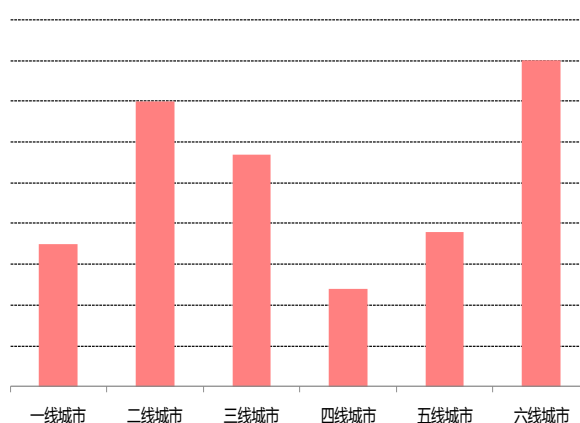
2、直播电商在获取新客的基础上带来转化率提升

在人口红利消失，网购增速持续放缓，流量进入精细化运营的时代。互联网从增量扩张到存量开发的新常态下，电商行业正从搜索式电商向内容电商升级。直播短视频的多样化内容，成为电商平台抢夺用户时间、提高营销推广的有力方式，能够增加用户的留存与变现，提高流量的商业化效率。直播平台的流量快速增长，通过 KOL 直播短视频引流到电商平台销售转化，为电商平台带来新流量。淘宝、京东等电商平台添加直播、团购等社交元素，以适应用户的消费行为习惯，为电商行业带来了增量空间。

淘宝直播电商的用户规模持续扩大、渗透率逐渐提升，也是下沉市场的掘金池。2017 年淘宝直播 GMV 为 200 亿，2018 年规模同比增速 400%至 1000 亿，微播易测算 2019 年淘宝直播 GMV 突破 2500 亿，预计 2021 年淘宝直播 GMV 将达 5000 亿。根据《2020 年淘宝直播新经济报告》，2019 年淘宝直播的日均观看用户数同比增长超 150%，每天观看时长超过 1 小时的用户同比增长 40%，用户画像包括一至三线职场精英或小镇青年 80/90 后女性用户为主。直播电商加快电商平台向三四线城市渗透下沉用户，成为了电商平台的新引流方式。

图 48：淘宝直播 GMV


资料来源：《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，中信建投

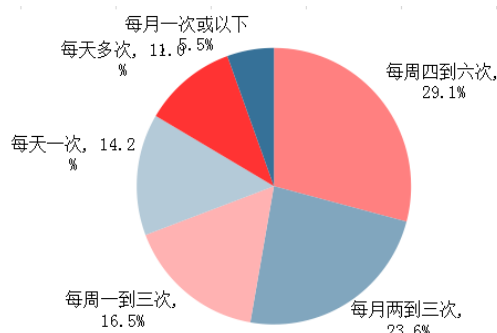
图 49：淘宝直播电商在各级市场渗透率


资料来源：《2020 年淘宝直播新经济报告》，中信建投

比于图文展示，直播的信息传递直观全面，与消费者的交流效率更高。直播电商已成为网购消费者的重要习惯，能够有效刺激他们的消费意愿，从而提高用户流量购买转化率。根据艾媒咨询数据：2019 年上半年每周观看直播电商的用户比例达 71%；每天观看直播电商的用户比例已达 25%；直播电商用户通过观看直播而产生

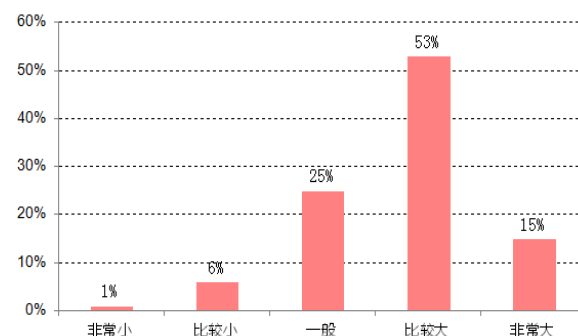
较大消费欲的用户占比超过 50%；2019 年上半年直播电商的购买转化率 36% 以上，而传统电商的购买转化率仅 0.37%（克劳锐《2019 网红电商生态发展白皮书》数据）。

图 50：2019 上半年直播电商用户观看直播带货频次



资料来源：艾媒数据，中信建投

图 51：2019 上半年用户观看直播引起的消费欲望



资料来源：iiMedia 前瞻产业研究院，中信建投

3、直播电商有望推动电商渗透率进一步提升

随着互联网的发展，消费者与电商平台间的交互方式持续更迭，过去以搜索为主导的电商交易方式核心是人找货，之后千人千面的机器算法推荐已成为货找人，而直播电商更多是以内容、导购、名人的方式来促成用户购买，这比基于算法的推荐会更有情感温度。总结而言，传统电商是人找货，直播模式变为货找人，并且基于主播变成人与人的链接，让人货匹配更精准，并且通过导购推荐，视频能够表达情感，从而带来消费者的情感共鸣，场景体验感提升。

目前服装箱包、3C 家电等品类的电商渗透率已经达到较高水平，而直播电商有助于带动高单价、强场景体验的家具家电、黄金珠宝玉石、汽车等品类的线上渗透率加快提升。从 2020 年 618 淘宝直播情况看，直播渗透率最高的 Top5 品类为美妆、大家电、医美、女装、箱包配饰，而增速最高的 5 个品类分别为大家电、运动户外、3C 数码、汽车、家装，可见直播电商是汽车、家装为代表的高价重体验品类的新机会。

图 52：2020 年 618 期间淘宝直播各品类增速与渗透率排名

排名	成交增速 Top10	渗透率 Top10
1	大家电	美妆
2	运动户外	大家电
3	3C 数码	医美
4	汽车	女装
5	家装	箱包配饰
6	手表眼镜	生活电器
7	生活电器	3C 数码
8	男装	手表眼镜
9	内衣	医药保健
10	女装	内衣

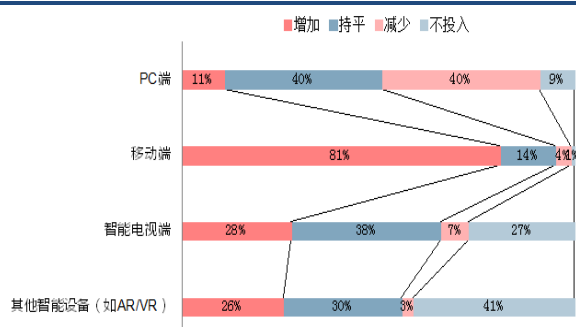
资料来源：淘榜单，淘宝直播，中信建投

（二）品牌商：营销变革+渠道变迁+模式再造

1、拥抱内容营销，直播成为品牌触达用户的最佳机会

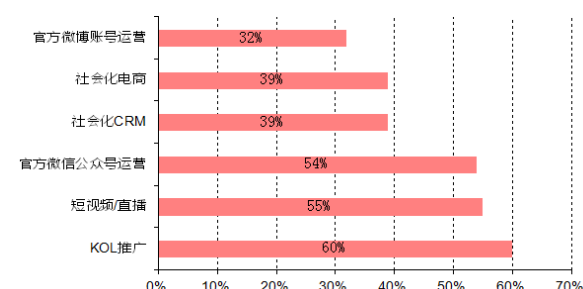
营销变迁迫使品牌变革，直播电商实现品效合一。KOL 直播类似导购，促进销量增加，而明星或头部网红直播对销量和品牌均有提升作用。根据 AdMaster 调研数据：81%的广告主将增加移动广告投放，其中 KOL 推广、直播短视频、微信公众号运营的引流效果突出；分品类看，2018 年食品/美妆/母婴行业的 KOL 投放同增 92%/81%/27%，40%的消费者曾因看过 KOL 推荐或推文等产生购买，成为品牌商数字营销的重要投放方向。

图 53：广告主分平台营销投入趋势



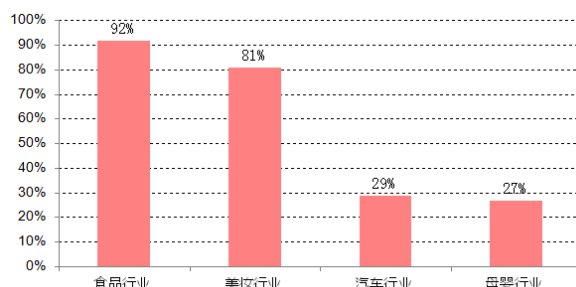
资料来源：AdMaster，中信建投

图 54：数字营销从业者/社会化营销重点



资料来源：AdMaster，中信建投

图 55：不同行业 KOL 投放使用同比增长情况



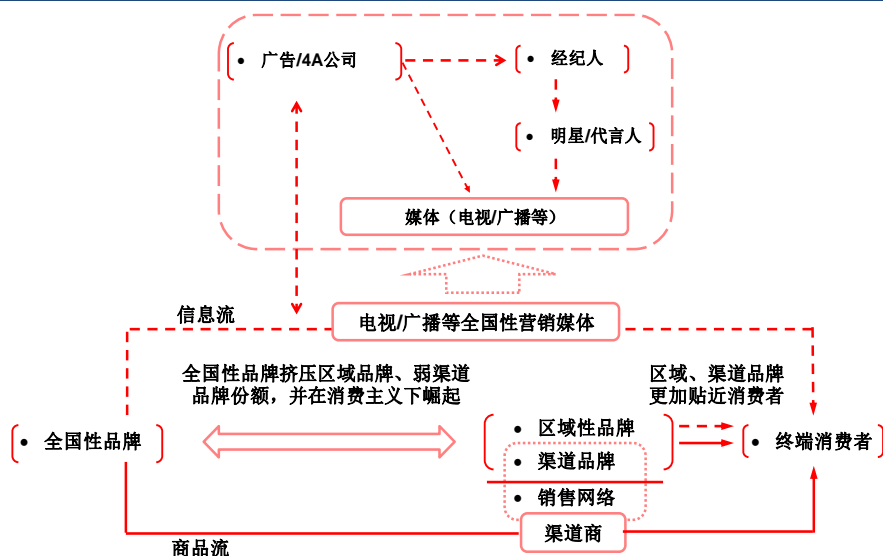
资料来源：AdMaster，中信建投

参照零售业发展历史，新平台催生新内容，新内容塑造新流量，新流量变革新渠道，新渠道孕育新品牌。

- 在电视等全国性媒体繁荣发展前，消费者主要接触区域性品牌与渠道商自有品牌，因为区域性品牌与渠道商具备更加贴近消费者的天然特征，一定程度上减轻了消费过程中的信息不对称性。
- 20 世纪 30 年代随着电视广播等全国性媒体在美国快速发展，为营销带来全新的方式，全国性品牌快速崛起，这一阶段渠道为王。一方面品牌利用全国性媒体直达消费者，通过品牌宣传占领消费者心智；另一方面品牌商与渠道商既紧密合作又明确分工，强大的品牌积累了对渠道的管控和渗透力，而渠道商也借力优秀品牌抢占市场迅速扩大，挤压市场竞争者，形成了规模效应。
- 5G 时代，技术降低了直播进入门槛，进入全民直播时代。由于消费者的注意力是个性化的，导致流量呈现去中心化趋势，上游品牌呈现相对分散的格局，为新锐品牌和小众品牌带来弯道超车机会，这一

阶段用户/流量为王。直播平台相比传统电视广告兼具集中与分散特征，黄金直播时段和头部 KOL 属于稀缺资源，在马太效应下，把握流量趋势的全国性品牌有望强者恒强。但直播电商有望加速一批个性化新兴品牌崛起，这是由于直播电商的社交属性，带来用户审美和注意力个性化强，利于长尾品牌。

图 56：电视媒体崛起的各利益方关系



资料来源：中信建投

表 57：电视营销与直播营销对比

方面	电视	直播
媒体特征	上星卫视数量有限、每家播放时间有限，电视台资源先天具有垄断性和稀缺性，品牌竞相购得大卫视的黄金时段进行广告投放，卫视获得收益与议价能力。	直播平台同时具备集中与分散的特征。 集中： 几大直播平台将占据大部分市场份额； 分散： 内容分散化，每个用户可观看不一样的内容，理论上的总播放时长=用户总数*24小时，用户呈现千人千面特征，必需精准定位才能确保投放的高效率。
触达效率	观众的其他娱乐方式相对较小，且用户只能被动观看电视台播放的内容，因此触达效率高。	宣传内容即使上了平台，也无法保证可以大量触达最终消费者， 流量运营重要性凸显 ，预计生态服务商将扮演更加重要角色，并且在信息流双向打通的背景下，生态服务商有望直接参与品牌商对于供应链的整合中。
品牌方战略、代言人/主播选择	品牌方往往倾向于与知名明星等合作，以明星带动品牌溢价、为品牌信用背书，以品宣间接带动销售。	直播电商下，品牌方更加关注对于销售的直接促进。 除一些手握巨大流量的头部直播可以具备品宣作用，多数主播的作用是为促进品牌方的销售。未来主播作用将持续分化：头部主播作用将向品宣发展，预计未来与头部品牌的合作将难以成为品牌方的利润中心；中腰部主播将成为带货销售的主力。
对于品牌格局的影响	全国性品牌迅猛发展，并挤压大量区域性品牌份额。	每个主播风格的差异化，将聚集小众/个性化流量， 据此预计直播将进一步驱动小众、个性化品牌快速兴起。 新兴品牌可以借力主播流量迅速兴起，跳过渠道、供应链能力的积累，但也因供应链、渠道能力缺失而根基不稳、经营风险大、生命周期短。据此预计 新兴品牌从 0 到 1 的过程有望大大加速，而从 1 到 10 的竞争程度将更加激烈。
对于消费者影响	电视媒体下，大量的商品广告宣传在一定程度上催化了消费主义浪潮的到来。	信息流实现双向打通，品牌方可以确切知晓消费者/直播受众的画像，对消费者购买行为进行深入分析，从而实现对于不同的消费者进行不同定价与不同促销方式， 实现对消费者剩余价值的攫取。
对于渠道商	全国性品牌对于渠道商集中度提升起	在线上渠道高度集中下， 品牌商对于传统渠道的执行和控制能力将对大平台失效，

的影响 到促进作用，但同时线下渠道商仍然受到地理区域限制，多呈现全国分散，区域集中的特征。

其中 TP 将兼具服务商与渠道商的双重属性，与品牌方共同分享蛋糕做大的收益。

对于营销传媒机构影响 电视广告时代下，营销机构成为品牌方触达消费者的重要渠道而迅速兴起，其中电视台因资源稀缺性、明星因其流量资源而获取较大利益。

头部网红的黄金直播时段仍然是稀缺资源，且头部网红在马太效应加持下将获取电视广告下的电视台部分+明星部分的双重收益，同时其相应的“经济机构（MCN）”将依附于对应的头部网红。**对于腰部/尾部主播**，由于行业门槛低，预计会充分竞争，这类主播将更多依附于 MCN 机构的组织能力进行“集团作战”。

资料来源：中信建投

2、流量重塑带来渠道变革和品牌重塑机会

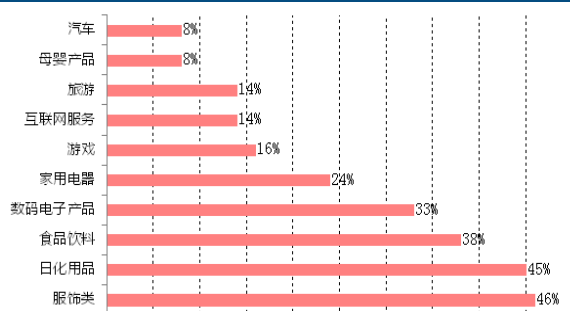
直播将成为品牌商的标配，有望带动线下零售的复兴。线下零售的主要问题是成本提升、客流下降、所覆盖的区域性强，且时间段分配不均匀，而门店通过建立私域社群、直播卖货，能够打破距离、时间和空间限制。直播使得电商营销从人找货转向货找人，商品和内容同步流通，提高了平台交易效率，由直播带来的品牌传播方式革命，将会影响零售渠道变革。伴随渠道不断变化，品牌会选择最适合自身最高效的渠道触达用户。

（1）目前带货品类以美妆服饰为主、国货美妆最为受益

从品类来看，目前直播带货品类以非标类的服装、美妆、食品为主。据酷鹅数据：因观看短视频的用户购买品类以服饰与日化用品居前。尼尔森调研：抖音、小红书等六个平台百位 KOL 的主要带货品类是美妆服饰。卡思数据显示，抖音与快手带货首位均是护肤美妆。由于美妆与服装具有较高的毛利空间，成为了直播电商的主要带货品类；其次是食品与母婴，属于标品、低客单价、高复购率、对主播要求低；珠宝、汽车等高单价品类发展趋势很快，依赖于直播场景化展示，主播个人品牌背书。

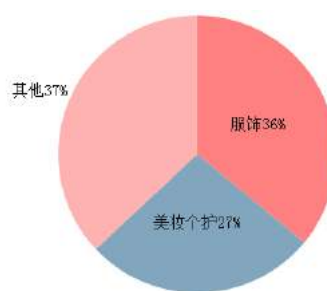
直播带货产生的渠道红利，化妆品和服装等带货主流品类受益最多，由于具有高复购+高毛利+低单价，用户的消费客单价 1000 元以下，目前以大众品牌受益为主，传统品牌通过直播带货有望重新焕发生机，也有望诞生更多新品牌，为新锐品牌带来弯道超车的机会，加速和缩短新品牌的培育路径。比如珀莱雅今年打造的明星大单品小红瓶、丸美小红笔、家化玉泽都是已经通过直播带货取得比较好成绩。**所以，美妆是受益于直播带货最大的细分行业，未来国货有望伴随着直播流量快速崛起。**

图 58：因观看短视频内容而购买的产品类别占比



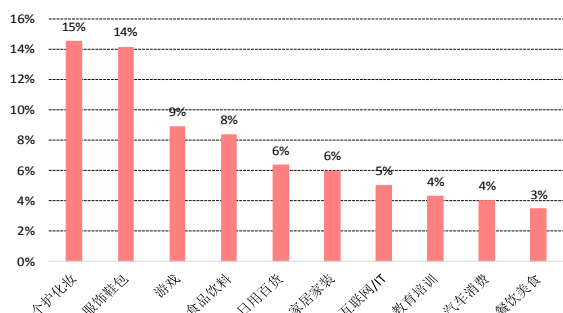
资料来源：酷鹅数据，中信建投

图 59：直播带货品类占比



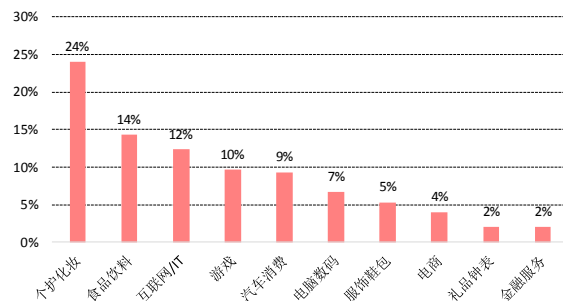
资料来源：尼尔森，中信建投

图 60：抖音 KOL 投放行业 TOP10



资料来源：卡思数据，中信建投

图 61：快手 KOL 投放行业 TOP10



资料来源：卡思数据，中信建投

(2) 未来带货品类的发展趋势向低频和高价转变

根据淘榜单数据：商家直播基本覆盖所有行业，但占比最大且增速最快的行业是女装、珠宝与美妆。由于直播实时性与互动性强的特点，通过主播的介绍、试用、引导、讨论、教育等，能够促进线上购物体验向线下看齐。未来随着 5G、VR 等技术普及，家装家电、汽车、房产等购买决策流程长的大宗消费品商家试水直播，作为重要的运营方式，线上渗透率的提升潜力大。2019 年下半年汽车、家电等行业在淘宝直播异军突起。

直播有向高单价、低复购的黄金珠宝玉石、家具家电、汽车渗透的趋势，电商直播帮助高价非标类目打开线上渗透率的天花板。直播电商相比于电视导购的核心优势是高互动性、强社交性。直播电商的本质是线下导购的线上化，主播能够掌握观众的情绪与需求，用户实时交互共享。未来直播带货从单品类向全品类精细化深耕，未来随着消费升级也会呈现品牌化趋势。

针对不同品类属性，直播电商已发展出多元化带货模式，主要包括三类：①主流模式包括秒杀模式、达人模式、店铺直播，这是贡献 GMV 增长的最主要形式，适用于美妆、服装、母婴、食品类。2019 年淘宝直播可购买的商品数量同增仅 2 倍，覆盖众多行业和海量淘系商品供应，满足用户多元需求。②特定地点模式包括基地走播、产地直播、海外代购，适用于珠宝、汽车、农产品等线下占据主导的品类，目前淘宝直播的珠宝基地数量为 17 家，农产品相关直播已达 140 万场。③垂直类型包括砍价模式、博彩模式、专家门诊。

图 62：直播电商多元化带货模式



资料来源：QuestMobile，中信建投

3、直播电商转变了品牌塑造的逻辑模式

通过打造新兴供应链，来匹配直播模式，从前端消费到后端生产制造都需要数字化，持续提升企业效率。如何改造供应链，让流量和供应链密切结合，直播能打造爆款，类似之前电商淘品牌称王的年代。近年来新锐品牌持续涌现，产品端的反向定制也日趋流行。直播缩短供应链环节，提高产品性价比，本质是基于用户数据的 C2M 模式。基于直播电商重塑供应链的品牌商家，目前品类主要集中在化妆品、服饰箱包、食品。服装领域，安踏、森马、太平鸟、安正时尚都在积极与网红合作带货，目前服装领域的直播收入占比贡献还比较低，未来提升空间大。长期看直播会加快服装供应链的快发效率，实现柔性定制化生产，降低库存风险。

主播在海量选品经验的锻造下，拥有大量的销售数据和消费者需求的洞察能力，有望在 C2M 模式中扮演重要角色，将消费者的痛点与需求快速传达给供应链体系，以用户为中心设计和研发产品。如头部直播网红薇娅与梦洁股份签订合作协议，在直播带货外，薇娅还将从粉丝需求出发，进行货品筛选，参与公司产品设计与品控环节，通过用户口碑信息反馈来优化选品结构。5 月 18 日，薇娅直播间上线一款梦洁家纺专门为“薇娅的女人”定制的被芯，30 分钟销售 3 万单。

直播下半场，品牌商需从流量思维向品牌思维切换。无论未来流量渠道还将如何变革，品牌经营的本质始终是围绕用户，满足消费需求，做好品质口碑，成本控制，提高性价比，产品是王道，这是决定未来能否在竞争中突围的核心能力。直播能够有效拉近用户和供应链之间的链接路径，和主播更近距离供给和需求调整，提供定制柔性化生产，打破过去从面料商、生产商、品牌商到代理商的层层重叠的冗长供应链，比如 MCN 机构开始打造直播产业链基地，形成更好的产业集群发展。因此直播对于用户带来更具性价比的商品，对整个产业链也是一次重大革命，疫情也倒闭企业加速变革。

图 63：C2M 模式下供应链效率大为提升



资料来源：QuestMobile，中信建投

（三）服务商：分享直播电商的行业红利

随着直播带货将成为新经济业态，产业链相关的 MCN，电商代运营行业将充分受益。

1、电商代运营：把握电商品效合一的趋势

代运营服务商，是指在电商领域具备一定软件或硬件能力，为品牌商提供其线上店铺全部或部分的电子商务外包运营服务的第三方服务群体，电商代运营是线上零售发展到一定规模后分工细化的必然产物。电商代运营可分为代运营模式、经销模式、内容服务模式。在线上流量增速放缓进入精细化运营、品牌方加速触网运营需求强烈、社交电商兴起要求更高消费者洞察力、大数据驱动终端数字化水平提升等多因素驱动下，我国电商

代运营行业迅速发展。

表 64：电商代运营服务模式对比

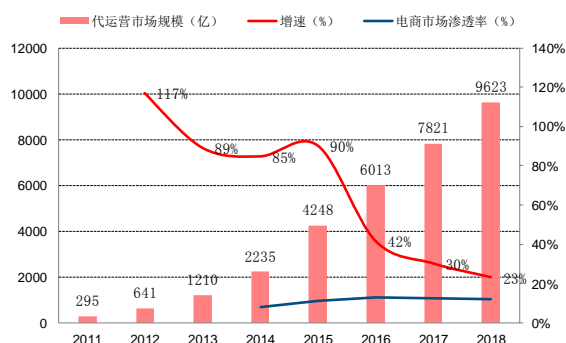
	代运营模式	经销模式	内容服务模式
合作模式	服务商不拥有商品，帮助品牌方代为销售	服务商自垫资金购买品牌商的货物自行销售	服务商为品牌方电商运营某一环节提供服务，或就某项产品或活动提供营销策划方案并帮助落地实施
适合品牌类型	在国内拥有完整电商管理团队	新入中国市场的海外品牌 销售驱动型品牌	拥有完整电商团队，但存在某些薄弱环节需要代运营服务商支持
优势	更优的品牌和渠道管理 店铺运营和数据管理 更优的消费者体验	操作执行灵活性更高 库存风险较小	代运营服务商提供专业支持，品牌方掌控力强
劣势	操作灵活性较差	可能获取不到详细销售数据 价格控制较弱	对品牌方电商运营能力要求较高，服务商可能缺乏销售额激励
收费模式	基础服务费+销售提成	购销差价	服务费
营销费用	营销推广费用由品牌方承担	由代运营企业承担	-

资料来源：艾瑞咨询，中信建投

根据网经社电数宝数据，宽口径下电商代运营行业交易规模从 2011 年的 295 亿快速增长至 2018 年的 9623 亿，CAGR 为 64.5%，预计未来行业交易规模增速维持 20%左右；代运营行业在网购市场占比从 2014 年的 8%左右逐步提升至 2018 年的 12%。假设未来我国网购市场规模年化复合增速 13%，2025 年电商代运营行业渗透率提升至 15%，则 2025 年代运营行业市场规模有望达到 3 万亿以上。

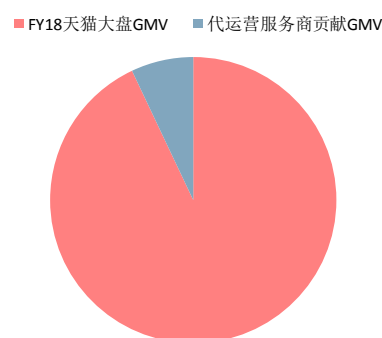
从天猫情况看，根据天猫 2019 生态服务商大会数据，2018 年天猫生态内经认证服务商贡献 GMV 1500 亿，全部服务商贡献 GMV 占比天猫大盘 2 万亿 GMV 的 10%以上，服务天猫生态内超过 50%的核心品牌。按照天猫规划，2022 年天猫服务商交易规模将翻两倍，贡献 GMV 超过 5000 亿元。

图 65：电商代运营行业交易规模与增速



资料来源：网经社电数宝，中信建投证券研究发展部

图 66：2018 年天猫服务商贡献 GMV1500 亿



资料来源：2019 天猫生态服务商大会，中信建投证券研究发展部

扩品类将成为电商代运营渗透率提升的重要驱动力。分品类看，代运营服务商主要服务品牌集中于美妆/服饰/3C 家电三大品类，根据艾瑞咨询，2018 年代运营企业服务美妆/服饰/3C 家电三大品类品牌数量占比为 20.9%/18.9%/17.2%。美妆品类复购率高、消费者运营至关重要，线上营销技巧多、特点复杂，因此对代运营服务需求高、佣金率高，故在美妆类目下崛起一批规模较大、专业市场垂直细分代运营企业。结合各品类规模与

代运营企业能力分析，根据天猫生态服务商大会资料，大快消中美妆个护行业服务商能力尤为突出；大服饰行业中服务商能力已处于先进水平，但优质服务商数量仍有扩充空间；部分体量较大的行业服务商能力较弱，例如食品、3C 数码等，代运营企业服务能力仍有提升空间。

图 67：2018 年各品类代运营规模占比（%）

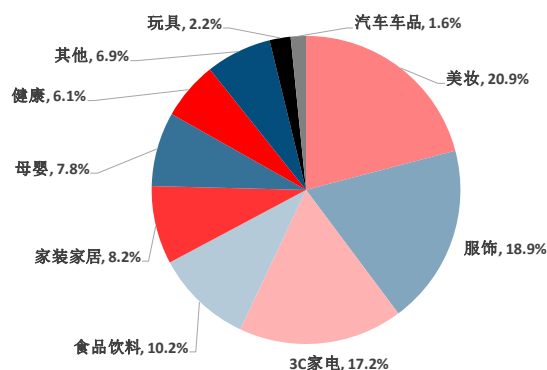


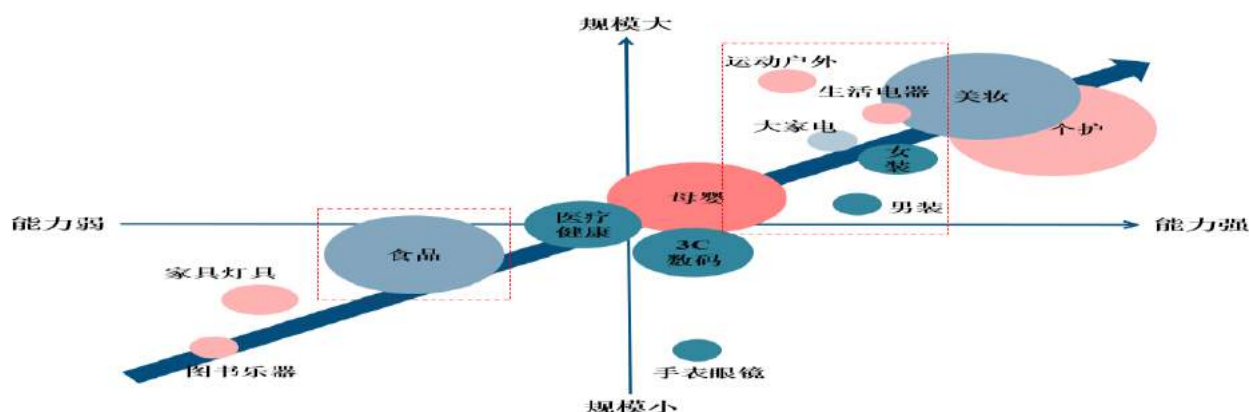
图 68：美妆/服饰/3C 家电品类对比

品类	行业特点	电商服务佣金率	对 TP 需求比例
美妆	美妆品类复购率高、消费者运营至关重要，线上营销技巧多、特点复杂，因此对代运营服务需求高、佣金率高	15%-20%	50%-60%
服饰	服饰一年多次换季，对售前、售中、售后客服需求大，因此服饰品类对电商代运营需求较大，佣金率适中。	10%-15%	20%-30%
3C 家电	3C 家电产品标准化程度高，对电商代运营服务需求与佣金率较低，但因其客单价高、行业交易规模大，对应 3C 家电品类代运营市场规模大。	2%-10%	10%-20%

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 69：天猫服务商各品类服务能力与服务商数量



资料来源：2019 天猫生态服务商大会，中信建投

注：纵轴表示品类规模大小，横轴表示当前代运营服务商对相应品类服务能力高低，圆圈大小表示对应品类中当前代运营服务商数量

2、MCN 机构：迭代升级提高流量转化率

多频道网络 MCN (Multi-Channel Network) 是舶来品，诞生于美国，原是依托于 Youtube 平台机制而创造。2012 年引入中国后，发展为链接内容创作者、平台以及变现方（广告主、电商平台等）的中介。MCN 是专注于签约 KOL、提供内容生产与运营的组织机构，本质是内容生产、运营与商业持续变现。

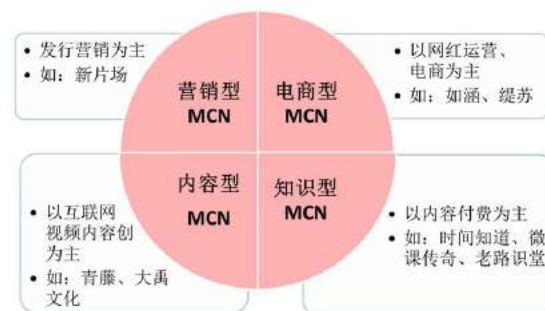
MCN 机构产业链包括网红孵化、批量账号管理、专业内容创作支持、内容渠道分发推广、各媒体平台资源对接、网红商业化变现等。在内容制作、资本、政策等支持下，MCN 机构伴随着短视频平台进化而蜕变发展为电商型、泛内容型、营销型与付费型四大类。MCN 基因属性不同，核心变现方式也不同，与直播电商相关的是以如涵、微念、美 ONE 为代表的电商型 MCN，通过流量运营和供应链管理、电商完成流量变现。

图 70: MCN 机构的发展路径



资料来源：克劳锐，中信建投

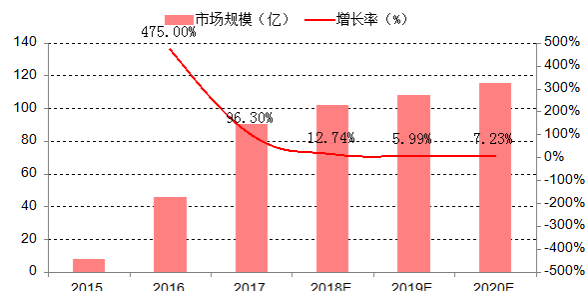
图 71: MCN 机构的四大类型与特点



资料来源：克劳锐，中信建投

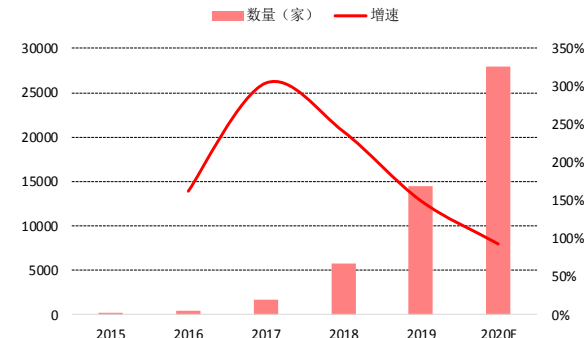
根据艾瑞预测，2020 年我国 MCN 市场规模将达 115.7 亿元；2019 年我国 MCN 机构数量达到 1.45 万家，同比增长 150%；收入规模超过 5000 万元的 MCN 机构数量超过 30%，并且头部企业的占比持续提升；近 3 年签约 5-20 个账号的 MCN 数量占比下降 65.4pct 至 16.1%，行业马太效应明显。

图 72: 2015-2020 年 MCN 市场规模及预测



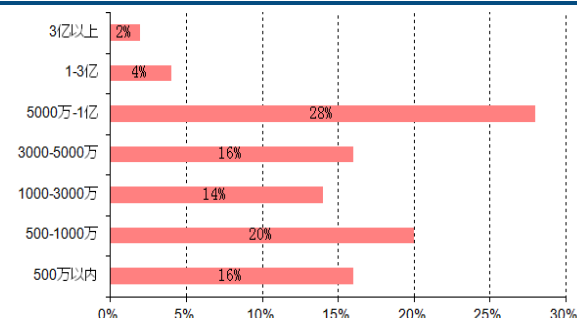
资料来源：艾瑞数据，中信建投

图 73: 2015-2020 年 MCN 机构数量爆发式增长



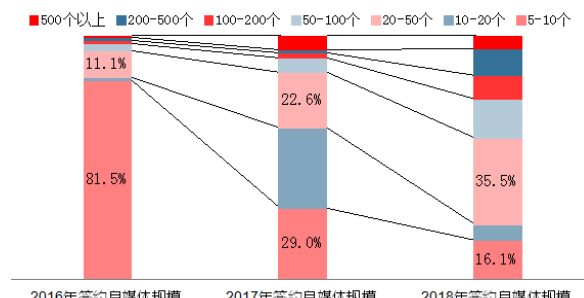
资料来源：艾媒咨询，中信建投

图 74: 2018 年 MCN 机构营收规模



资料来源：克劳锐，中信建投

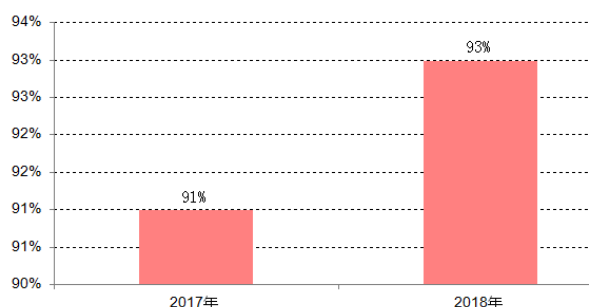
图 75: 2016-2018 年 MCN 机构签约账号规模分布情况



资料来源：克劳锐，中信建投

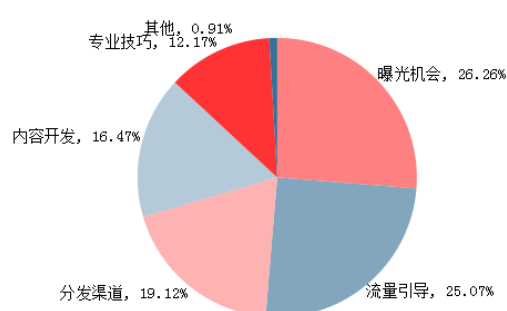
随着 MCN 产业完善，大部分网红选择与 MCN 签约。在内容电商变现中，头部 MCN 机构的占比为 70.5%，如美 ONE 李佳琦、谦寻薇娅、如涵张大奕、微念李子柒等。头部网红对 MCN 机构亲睐，彰显了 MCN 机构通过更精准的流量引导、分发渠道和内容开发（25.07%/19.12%/16.47%），为网红赋予更有效的商业变现方式。

图 76：2017-2018 年网红签约 MCN 机构的占比



资料来源：艾瑞数据，中信建投

图 77：2018 年网红关注 MCN 机构的能力分布



资料来源：艾瑞数据，中信建投

表 78：部分头部电商 MCN 机构

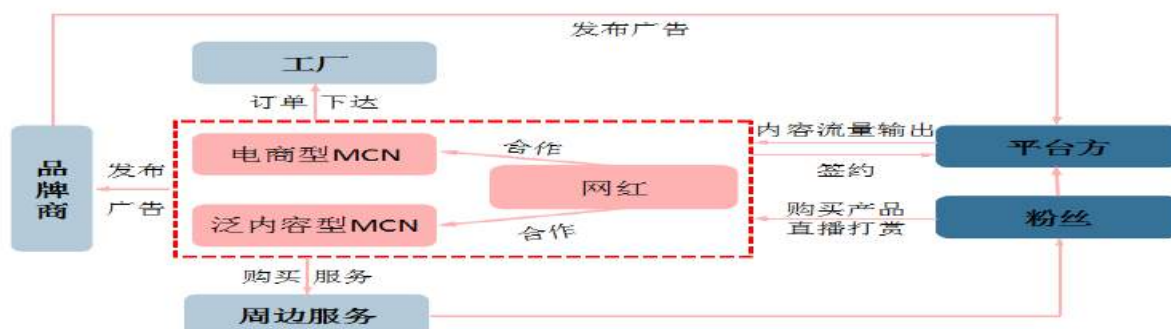
机构	法人	位置	成立时间	主播代表	股权结构
谦寻	董海峰 (薇娅丈夫)	杭州	2016/11/30	薇娅	2019 年 10 月成立新公司谦寻，董海峰、谢晓卫、彭辉认缴金额占比 70%/25%/5%，注册资金由 100 万升到 2000 万。
美腕	戚振波	上海 贵州	2014/12/22	李佳琦	戚振波认缴金额占比 42.05%，其余 5 个个人和 8 个公司认缴其余金额，占比皆低于 10%，注册资本 142.276 万。
宇佑文化	吴艳 胡向晨	杭州	2016/3/7	陈洁 kiki	汉鼎宇佑传媒科技有限公司注册资本 10150 万，董事长吴艳认缴金额占比 74.02%，其余 10 人股东占比皆低于 2%。
构美	郑俊超	嘉兴	2016/4/5	成成是小骨	嘉兴构美信息技术有限公司控股 5 个公司，注册资本 1000 万，郑俊超认缴金额占比 64.88%，四家公司认缴剩余金额。
纳斯	夏恒	杭州	2017/11/30	商商 sunny	纳斯机构隶书杭州芬虹文化创意有限公司，杭州芬虹由深圳纳斯新零售科技有限公司认缴 100% 控股。

资料来源：克劳锐，中信建投

MCN 的核心竞争力是优质内容生产和运营能力。直播短视频平台是 MCN 赖以生存的环境，抖音重运营控制，属于中心化平台，主要通过 MCN 机构来签约孵化 KOL，形成爆款内容。平台流量是内容变现的基础，通过内容生产与持续输出优质内容，进行粉丝的精细化运营，以及 KOL 的资源储备与梯度孵化。另外，通过打造差异化内容塑造个人 IP，形成垂直化 KOL 矩阵也至关重要

MCN 机构通过整合上下游形成商业变现闭环，带动产业链发展。一方面通过孵化网红 IP、培育粉丝、流量曝光、商品组合、内容推广，完成种草到拔草，同时吸引明星主播入驻，明星利用自身知名度与粉丝量切入直播带货；另一方面 MCN 拥有更多的平台资源、供应链优势和更高的议价能力，能够为网红带来更优质的商业变现，从而提高网红与机构的合作意愿。

图 79：2018 年中国网红经济商业图谱分析



资料来源：育丰研究，中信建投

四、投资建议

直播电商是当前电商行业中红利确定性最强赛道——平台资源倾斜、品牌方大举投入、用户心智建立，各方贡献均推动着赛道高速增长。目前直播电商平台形成淘宝直播、抖音、快手三足鼎立局面，同时产业链中囊括品牌方、MCN机构、淘宝联盟（阿里妈妈）、主播等。我们认为，直播在不同发展阶段，产业链不同环节受益程度不同：直播发展前期，网红 KOL 稀缺性使得 MCN 更为收益，其中在流量和供应链两端具有优势的服务商将会受益于赛道红利。但在直播下半场，未来进入全民直播时代，核心是商品供应链而非主播，商品选品和性价比是核心竞争力。利益分配关系有望从平台方向品牌方倾斜。

如何看待直播电商对于零售产业链的重塑：

①从零售商角度看，直播带来传统电商的流量重构。直播电商重塑了传统电商下的人货场，促销商业效率提高。直播电商是更为有效等方式，提高了流量、粘性、转化率、渗透率等指标。同时，直播为微信、头条等内容流量平台进入电商带来了机会，使得流量价值转化进一步提升。

②从品牌商角度看，直播驱动营销变革+渠道变迁+模式再造。未来直播电商有望成为品牌商家标配，助力品牌商加速变革、提高与供应商/消费者连接效率，进一步提升品牌商线上渗透率的天花板，同时直播有望成为品牌方私域流量运营的重要抓手。此外直播有望改变品牌塑造方式，加速 C2M 品牌、个性化品牌、新兴品牌崛起。

③从服务商角度看，随着直播带货将成为新经济业态，产业链相关的 MCN、电商代运营行业将充分受益。电商代运营-精细化运营、品牌方加速触网运营需求强烈、社交电商兴起要求更高消费者洞察力、大数据驱动终端数字化水平提升等多因素驱动下迅速发展；MCN：核心竞争力是优质内容生产和运营能力，通过整合上下游形成商业变现闭环，带动产业链发展。

我们将相关产业链公司情况梳理如下，建议把握行业高景气下电商代运营、MCN 的快速成长与崛起机会，同时建议关注积极拥抱新经济、掌握核心供应链能力的优质品牌商龙头长期增长。

表 80：直播电商相关公司列表

公司名称		布局内容
平台商	阿里	于 2016 年开始布局直播电商，推出淘宝直播、阿里 1688 商+直播，以及 2020 年 618 新推出的淘宝特价版直播。截至 2020 年 3 月止财年，淘宝直播带来的 GMV 同比增长超 100%。618 期间，淘宝直播场次同比增长 123%；直播商家数增长 160%，15 个淘宝直播间 618 期间成交金额破亿，其中商家直播间占 9 席。
	苏宁	打造“门店直播+网红直播”组合模式，向平台商户提供直播服务。未来苏宁将针对直播建立分层分级策略，同时加大商家直播赋能和苏宁直播特色栏目的打造，投入大量资源进行扶持，通过签约及自培养方式丰富直播达人阵营。618 期间，苏宁宣布与抖音达成深度合作。618 直播盛典，开播 5 个半小时总成交额破 50 亿，10 大直播平台总观看人数破 1.2 亿。
	京东	2016 年开始布局直播，2020 年将向直播间定向投入亿级资源扶持，并进行直播的三大布局：1. 推进直播规模化，包括推进商家开播的渗透率、全域流量开放以及对商家的流量扶持 2. 机构达人生态建设 3. 直播的品质化建设。618 期间，京东快手合作，双百亿补贴 616 全体支付金额 14.2 亿元；31 个品牌直播间直播成交破亿。
	拼多多	2019 年 11 月拼多多 APP 以“百亿品牌补贴”为入口，开启直播首秀。拼多多对多多直播的定位是低门槛、高转化率工具、丰富营销玩法、私域流量运营工具。618 期间，《出手吧，兄弟！》在湖南卫视亮相，直播总带货额达 1.02 亿元。
	值得买	公司通过专业团队、外部机构及用户持续创作短视频、直播类内容，打造深入垂直领域、用户交互性强、参考价值高、具有营销能力的高质量视频、直播平台。公司还将通过下属子公司星罗创想对接外部短视频、直播等相关媒体和达人资源，提升外部渠道的内容变现效率。
服务商	星期六	旗下 MCN 机构遥望网路于 2018 年开始布局直播电商，已是快手首批九家电商服务商之一，拥有网红 50 多名，签约王祖蓝、张柏芝等 10 多位明星，以美妆带货为主；星期六持有的广州琢石投资了李子柒的 MCN 公司微念科技。
	天下秀	天下秀系新媒体营销龙头，借壳 ST 慧球上市，大股东新浪持股 28.58%。
	天创时尚	积极布局网红直播业务，公司旗下品牌如 KissKitty 已与排名在前 10 的淘宝达人主播进行合作。投资收购小子科技，布局小视频商业化。
	南极电商	本部成立直播事业部，从事开展直播相关业务。子公司时间互联开展 MCN 业务，为其他品牌做直播、广告业务。
	浙江富润	旗下公司泰一指商为品牌主提供基于大数据分析的整合营销服务，目前与今日头条、抖音、腾讯都有业务合作。
	壹网壹创	国内美妆类 TP，运营百雀羚、宝洁、雅顿、爱茉莉等 30 多个品牌
品牌商	安正时尚	旗下礼尚信息为母婴、运动服装、宠物类 TP，运营 A2、李宁等 10 多个品牌，2018 年 11 月安正以 3.61 亿元收购礼尚 70% 股权，承诺 2019-2020 年净利润不低于 6600 万、7700 万。
	歌力思	旗下百秋网络为轻奢服装类 TP，运营 Sandro、Maje、Pandora 等 50 多个品牌，2019 年预计 GMV 超过 60 亿元，净利润 7000 万。2020 年计划出表后公司仅持股 28%。
	珀莱雅	公司积极拥抱新营销，以泡泡面膜为例，公司携手头部主播李佳琦开展直播带货，并借助抖音等社媒平台，联手网红达人构建营销矩阵形成良好效果。
	丸美股份	丸美股份加快了对直播电商的战略布局，丸美目前已完成近 1000 平方米的直播中心装修，成立了直播公司，组建了数十人的主播、助播、编导、后期等直播团队。
	上海家化	旗下玉泽等多个品牌布局抖音、快手等直播渠道，收入端带来贡献。同时部分下属品牌与电商代运营企业达成合作。
	华熙生物	化妆品终端产品借力线上渠道及新媒体营销取得快速成长。主品牌润百颜借助与薇娅等头部主播的合作，配合 KOL 营销种草，实现较好的销售转化。2020 年公司计划进一步发力小红书、抖音等社交媒体，以及 KOL 带货、直播等新营销模式，带动美妆终端产品的持续增长。
	青松股份	子公司诺斯贝尔从事化妆品 ODM 业务，下游客户采用直播等多种促销形式，公司可根据需求提供差异化产品。
	御家汇	2017 年与李佳琦所属美腕(上海)网络科技有限公司、薇娅所属杭州谦寻电子商务有限公司签订合作协议。公司启动内部艺人孵化计划，通过与其他直播机构合作、品牌跨界合作等方式，不断积累直播推广经验，努力实现公司艺人 IP 化、网红化、达人化的目标。
	三只松鼠	2018 年就已经开始与直播合作，比如李佳琦、薇娅等都有合作。联合天猫品牌号打造“超级宠粉直播间”，推出虚拟 IP 主播鼠小贱。

资料来源：和讯财经，腾讯新闻，公告公告，中信建投

五、风险提示

居民消费边际倾向下降；与直播相关的政策监管趋严；平台流量竞争加剧等风险

分析师介绍

史琨：2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017 年 7 月加入中信建投证券，拥有 4 年商贸零售和 2 年纺织服装行业研究经验。

研究助理

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

报告贡献人

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk